

Indice

chiuso in redazione il 29 maggio 2016

- **Analisi macroeconomica e tecnica**

- Performance dei mercati 2016
- Retrospectiva dei mercati
- Le cause della restrizione monetaria
- Equilibrio monetario
- Potenziali pericoli
- 1) Geopolitica
- 2) Intermarket
- 3) Curva dei tassi
- 4) Rischi macro
- Sentiment
- Conclusioni
- Oro
- Petrolio
- FTSEMIB

- **Controcorrente**

Bassi rendimenti, alti rischi: ma quanto alti ???

- **Trend e reversal : la nostra view sui mercati**

- I nostri indicatori *Eulero*, *Volatility Cone* e *Herakles* applicati ai mercati :
 - Equity:
 - SP500 Dax FTSEMIB BRIC
 - Eurodollaro
 - Commodity:
 - Oil Copper
 - Bond Sovrani paesi sviluppati
 - T-note Usa BUND BTP
 - Altri Bond :
 - Bond HY Bond Emerging

- **Il Laboratorio**

- Work in progress : sistemi di asset allocation , TAA con Vix

Approfondimento

Le performance dei mercati in linea con le nostre aspettative

Un recente report dello strategista di BofA fa il punto della situazione relativamente alle performance delle varie asset class (total return):

- 1) Gold 15%
- 2) Materie prime 14%
- 3) Bond 5,9%
- 4) Azioni 1,7%

La conferma di un rally reflazionistico che avevamo indicato come probabile proprio all'inizio dell'anno, ma accompagnato da una debolezza dell'azionario rispetto alle altre asset class che pensavamo si smorzasse con il rally.

Questo pensiero il realtà non ci ha abbandonato, ed è per questo che nonostante tutte le situazioni di tensioni micro e macro che si sono presentate in questi mesi non abbiamo ancora cambiato l'impostazione moderatamente positiva sui mercati, anche azionari.

L'equilibrio monetario ingegnerizzato dalle banche centrali dopo il summit dei ministri finanziari del G20 a fine febbraio sembra funzionare anche meglio del previsto. Esso si basa sugli squilibri generati in precedenza e quindi sugli interventi necessari a limitarli.

Retrospectiva dei mercati

Chi ha letto i nostri report precedenti sa che abbiamo riportato più volte qua il modello Wu-Xia riportato dalla FED di Atlanta che cerca di quantificare le politiche espansive made in USA dando un valore anche negativo al livello di tassi implicito:

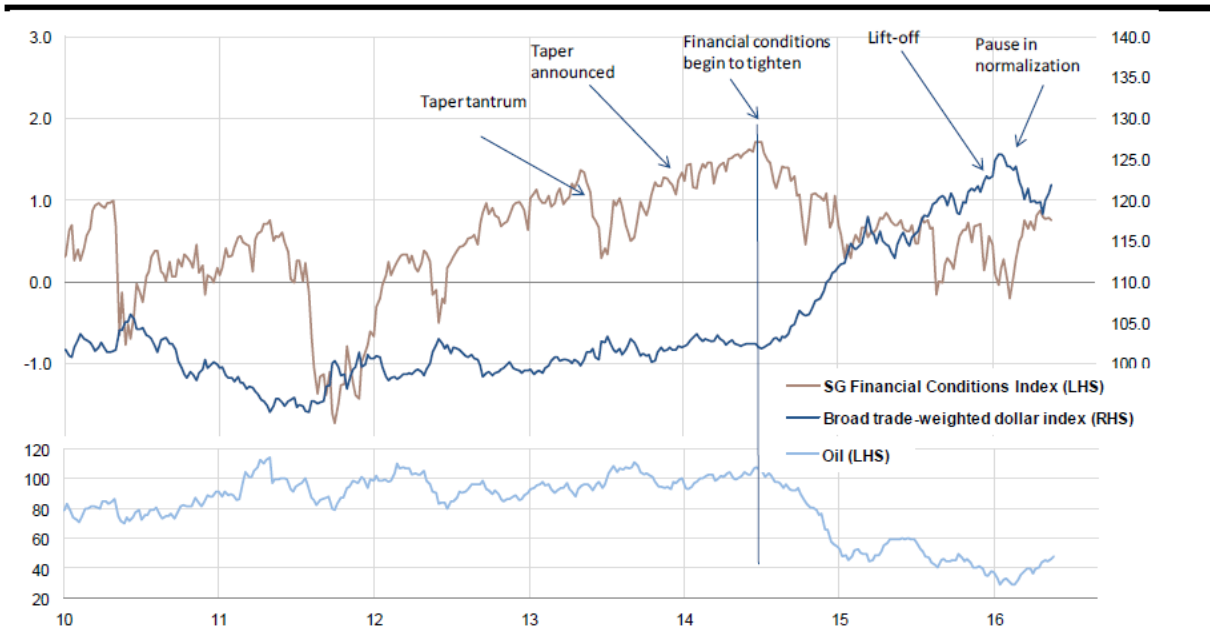
<https://trendmercati.wordpress.com/2016/04/11/wu-xia-shadow-rate/>

Come abbiamo più volte fatto notare il modello ha indicato l'inizio delle politiche restrittive negli Stati Uniti intorno a metà 2014 cioè oltre 2 anni fa.

Ma da analisti intermarket non possiamo non notare che di politiche restrittive in realtà la FED ne aveva già parlato ad inizio 2014 ma gli effetti hanno cominciato a manifestarsi in concomitanza con altri fenomeni intermarket.

Questo grafico di SG spiega senza ombra di dubbio questo fenomeno, e cioè che gli effetti restrittivi piuttosto che essere dipendenti dalle scelte monetarie della FED sono state causate in maniera accentuata da altri fenomeni avvenuti nel frattempo sui mercati.

Chart 1: Financial conditions peaked in the summer of 2014. So did oil.



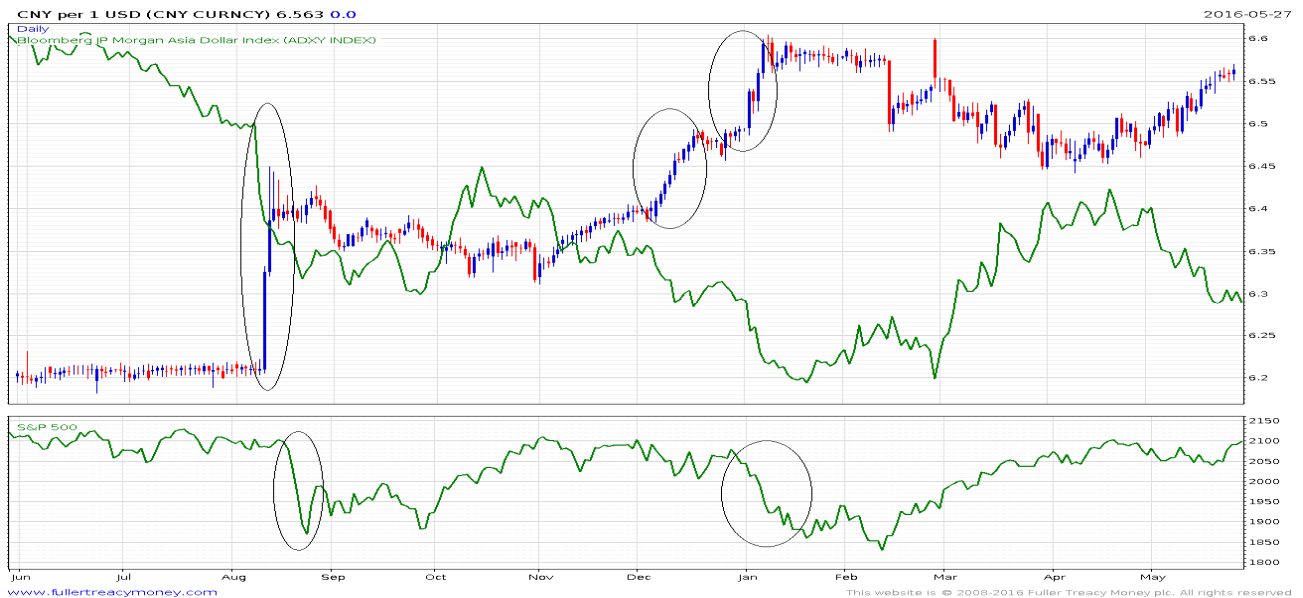
Source: Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

Il modello Wu-Xia, e gli indicatori di condizione finanziaria hanno cominciato a deteriorarsi con la debolezza del petrolio e la contemporanea forza del dollaro.

Infatti la debolezza del petrolio e delle altre materie prime del periodo 2014/2015 ha di fatto amplificato la forza del dollaro, dato che le materie prime sono scambiate nella valuta USA. La scelta dell'OPEC del 2014 di non tagliare la produzione ha di fatto amplificato il movimento delle materie prime, e quindi la forza del dollaro, portando ad una minore presenza di dollari internazionali sul mercato.

Questo è stato il primo movimento che ha causato una restrizione monetaria più intensa di quanto probabilmente le autorità monetarie USA pensavano.

Passiamo ora al secondo grafico:



In questo grafico confrontiamo l'andamento del cambio della valuta cinese contro dollaro con l'andamento delle valute asiatiche contro dollaro e l'andamento dello S&P500.

Anche in questo caso non possiamo non notare che le scelte di politica valutaria della Cina, soprattutto quelle inaspettate intervenute ad Agosto e poi Dicembre, hanno causato la debolezza di tutte le valute asiatiche, visto il forte legame con l'economia cinese e quindi un nuovo rafforzamento del dollaro, e quindi un nuovo round di restrizione monetaria sul dollaro internazionale.

Questo è essenzialmente il motivo per cui i mercati si sono preoccupati del mancato coordinamento delle politiche monetarie/valutarie/economiche/finanziarie tra le varie realtà, ed hanno incominciato a vedere con preoccupazione ulteriori divergenze delle politiche.

Gli accordi di fine febbraio hanno in realtà rasserenato proprio su questo versante. Europa e Cina hanno ulteriormente implementato le politiche monetarie e/o fiscali mentre gli USA hanno aggiustato le aspettative di rialzo sui tassi soprattutto di lungo periodo rallentando di fatto le politiche di rialzo dei tassi, rallentando la forza del dollaro, portando ad un rally delle materie prime, rinforzando gli argini della liquidità globale, eliminando di fatto l'avvitamento negativo di cui si stavano nutrendo le ondate ribassiste dei mercati.

Come abbiamo già spiegato negli ultimi mesi era più o meno ciò che ci aspettavamo dai mercati, e possiamo dire tranquillamente che eravamo tra i pochi che ci credevano.

Equilibrio monetario

Di diverso rispetto agli ultimi articoli da noi scritti c'è una certa accettazione da parte del mercato che l'economia americana riesca a crescere con le proprie forze, e che il graduale rialzo dei tassi con un occhio alla situazione internazionale potrebbe essere assorbita dal mercato e limitare, per quanto possibile, le sezioni dei mercati finanziari più sensibili alle bolle. Questi lenti rialzi non servono che a limitare ciò che è avvenuto nel recente passato, e cioè lo sviluppo di bolle troppo grandi per essere gestite.

Finché il mercato deve assorbire un eccesso di investimenti speculativi nel settore shale o in quello biotech (vedi i nostri articoli del passato ed anche la recente vicenda Theranos) la politica del lento rialzo dei tassi diventa complementare a questa scelta. Diverso se la bolla continua ad espandersi senza freni.

Naturalmente questo deve avvenire in un contesto complessivo di tranquillità internazionale, che può essere misurata dal crollo della volatilità sulle principali valute internazionali.

In questa fase questo indicatore mostra una certa tranquillità operativa degli operatori.



Potenziali pericoli

Possiamo dire quindi che abbiamo superato tutti i pericoli della fase attuale?

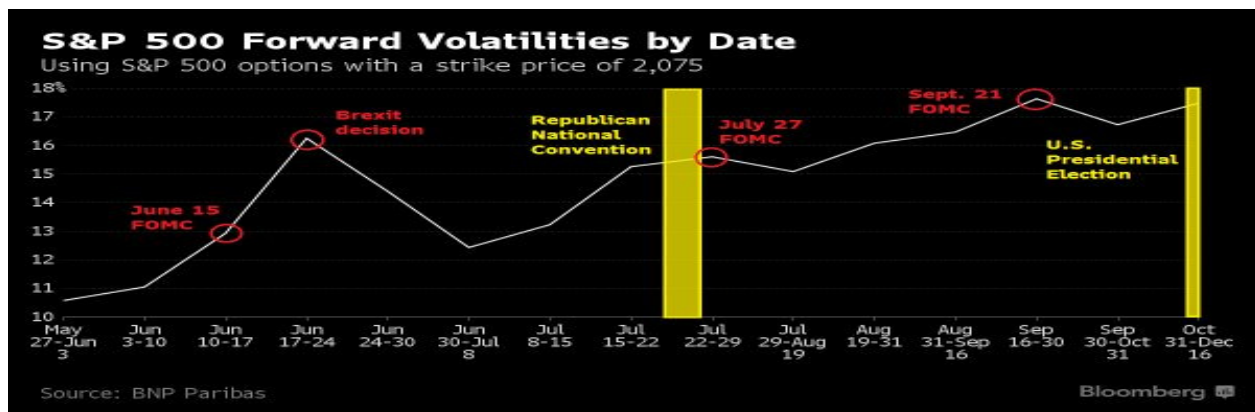
Certo che no: anche se lo scenario è meno teso di prima, il rischio di un deragliamento di questo insieme di interessi congiunti è sempre dietro l'angolo e la loro osservazione necessaria per qualunque operatore finanziario.

1) Rischi geopolitici

Il risultato delle elezioni austriache, nonostante il respiro di sollievo di molte cancellerie europee, deve far riflettere sulle tensioni che l'area sta maturando in questi ultimi mesi, tensioni create da politiche economiche/finanziarie assolutamente ceche di fronte al declino della stabilità di questi paesi.

Si parla molto di Brexit perché i maggiori media finanziari sono anglofoni, ma è certo che le prossime tornate elettorali dell'area (dall'Italia alla Spagna) possono innervosire le tendenze dei mercati così come l'approssimarsi delle elezioni USA.

Chi opera sulle opzioni sembra infatti già prendere posizione già adesso, accettando una crescente volatilità per le scadenze lontane per costruire posizioni di copertura adeguata: segno della crescente importanza dei fattori politici sui mercati.



2) Rischi intermarket

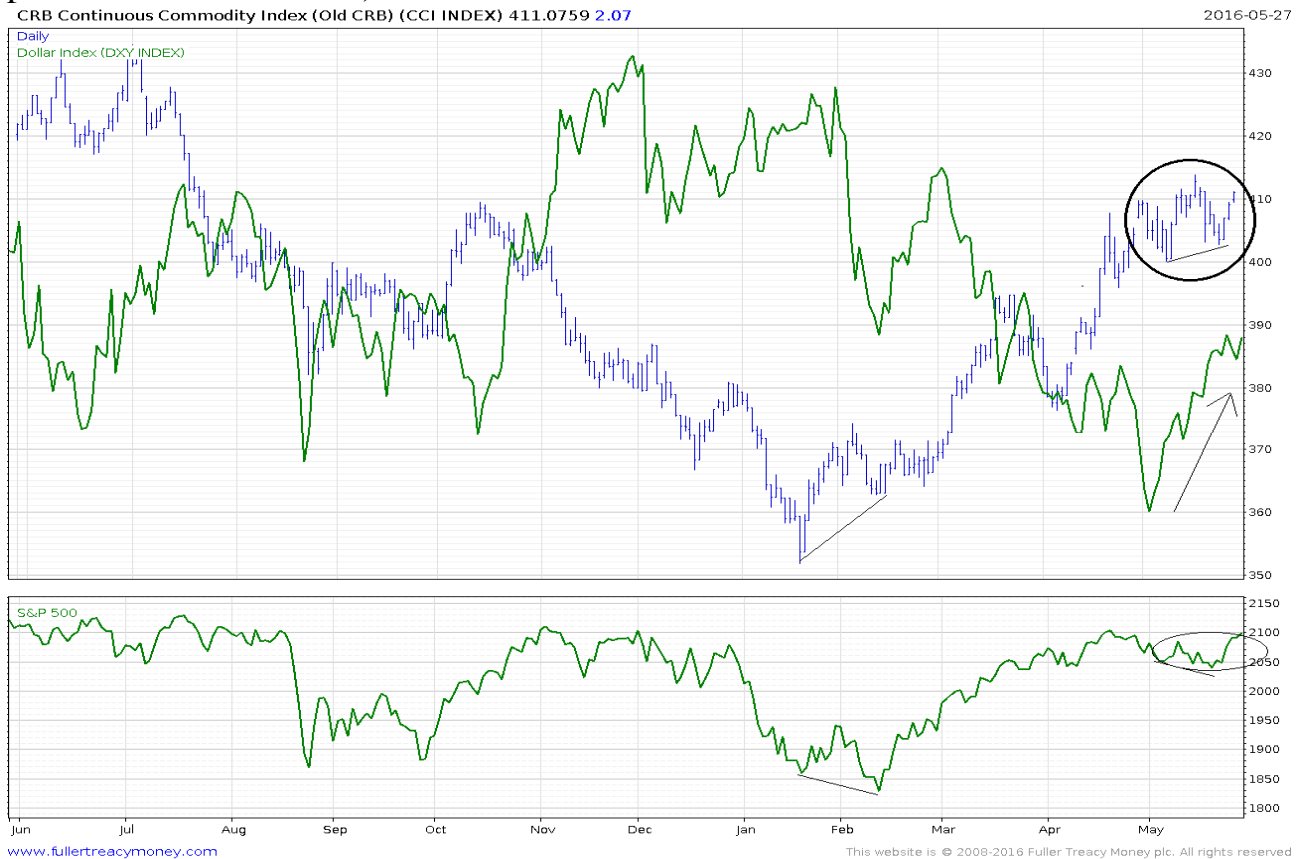
Come abbiamo visto nelle pagine precedenti, il mercato ha trovato un certo equilibrio che però è sempre sotto la minaccia di diversioni monetarie da parte ora di una realtà ora di un'altra. Ad esempio, un mancato accordo di taglio produttivo da parte dei paesi OPEC con prezzi del petrolio in crescita potrebbe poi causare un nuovo crollo dei prezzi a causa del ritorno degli investimenti del settore e quindi possibili difficoltà rispetto alla parità del cambio con il dollaro dell'Arabia Saudita.

Ma questo è solo un esempio.

Anche nuove decisioni valutarie da parte della Cina potrebbero avere un impatto.

Tra l'altro come abbiamo visto precedentemente i movimenti del cambio dello Yuan contro dollaro hanno avuto negli ultimi mesi un impatto sull'andamento dei mercati azionari, anche se in questi ultimi giorni si è manifestata una certa divergenza di questa relazione; ciò è legato al fatto che la debolezza della valuta cinese non ha attualmente impatto sul comportamento delle materie prime, che nonostante la ritrovata forza del dollaro non hanno ancora cominciato ad indebolirsi (segnale di

flussi di investimenti in entrata che andranno confermati per non riportare i mercati al precedente avvistamento).



3) Curva dei tassi

Non si può non notare che la curva dei tassi USA, spinta dalle aspettative di rialzo, si stia pericolosamente appiattendo. Ci sono studi a riguardo che valutano il livello raggiunto attualmente dal differenziale del dieci anni nei confronti del 2 anni come supportivo ad un rally, ma è vero che l'influenza precedente delle politiche di QE deve essere prezzata nel valore delle obbligazioni a breve, oltre che in quelle a lungo prima di trarre le solite conclusioni operative.

Attualmente non c'è correlazione tra l'andamento dei mercati e la curva dei tassi, ma il suo ulteriore appiattimento potrebbe innervosire gli operatori in maniera più importante rispetto a quello fatto fino ad oggi.



4)Rischi macro

Negli ultimi mesi ci siamo focalizzati sui rischi monetari e valutari, ma certamente un rallentamento marcato di una tra Europa USA o Cina potrebbe indebolire la fase di crescita dei mercati attuali.

Gli USA, secondo molti commentatori anche importanti sembrano vivere di vita propria e con le proprie gambe e quindi sembrerebbero alle prese con una ripresa auto alimentata, e l'Europa usufruisce di una riduzione complessiva del restringimento fiscale e quindi mostra dei consumi interni in ripresa anche se partendo da valori molto bassi. E' ancora la Cina che agli occhi di molti operatori potrebbe avere una crisi economica più marcata.

Dal nostro punto di vista questo non è dietro l'angolo, a meno di ulteriori liberalizzazione dei capitali. Infatti l'economia Cinese è ancora sostanzialmente una economia chiusa, e difficilmente gli operatori internazionali ne potranno testare le capacità di resistenza finché i capitali domestici non potranno fluire liberamente verso l'esterno, e finché la crescita dei risparmi sostiene abbastanza tranquillamente gli investimenti produttivi.

Certo c'è il tema del debito che prima o poi maturerà conseguenze negative, ed il rischio di una trappola della liquidità; ma attualmente la cosa sembra prematura anche grazie ad alcune strategie messe in atto recentemente come lo swap dei prestiti bancari trasformati in obbligazioni emesse dagli enti locali che permettono di rilassare le finanze locali.

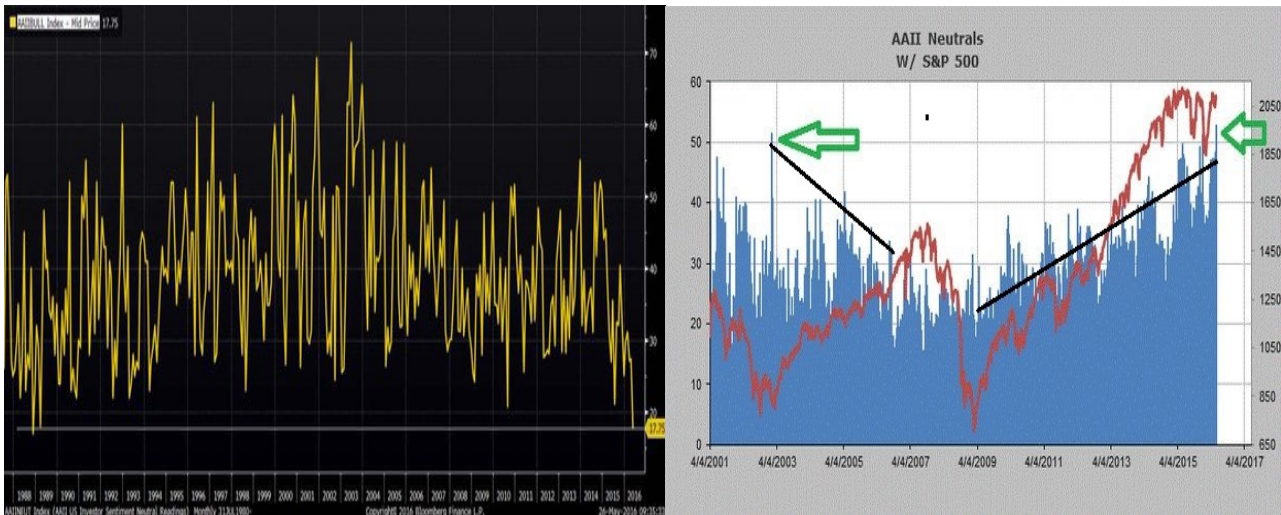


Sentiment

Un aspetto interessante di questa fase del mercato è che il più affidabile indicatore di sentiment USA e cioè l'AAII mostra un dato di rialzisti tra i più bassi di tutti i tempi e contemporaneamente un dato di neutralità tra i più alti da molti anni a questa parte.

Qualche analista segnala questa situazione come molto positiva, ma su questo dato è meglio essere cauti. Certamente un dato basso di rialzisti è strutturalmente positivo, mentre il dato dei neutrali non è a nostro avviso essenziale per prendere posizione.

Come possiamo vedere dal grafico, se il minimo del 2003 è fatto con un numero elevato di neutrali quello del 2009 è fatto con un numero esiguo degli stessi segno che il valore assoluto di questa categoria non è univoca nel segnalare bottom dei mercati. D'altronde molti bottom di medio sono stati fatti con un calo dei neutrali.



Conclusioni

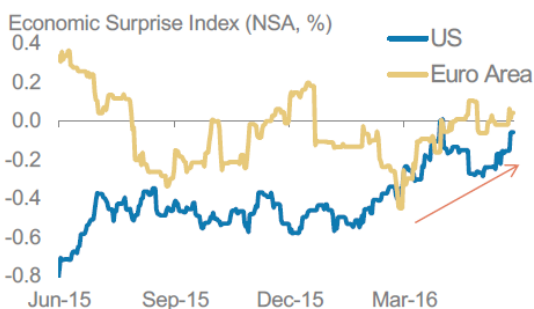
Al netto dei rischi elencati prima, lo scenario dei mercati si presenta alla stagionalità meno favorevole, e nell'anno presidenziale USA, nelle condizioni di non fare deragliare questa fase di recupero ancorché debole e che necessita di ulteriori fattori positivi.

I dati, in particolar modo dei paesi avanzati escluso forse il Giappone, sono migliori di quanto si potesse immaginare solo qualche mese fa.

L'espansione economica, ancorché non brillantissima, risulta in essere e quindi le aspettative per un recupero degli utili nei prossimi semestri si fa più concreta.

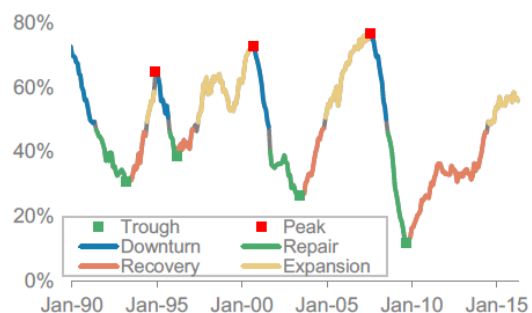
Non vogliamo dimenticare i timori di nuove divergenze valutarie/monetarie, ma allo stato attuale l'equilibrio trovato dovrebbe piacere a tutti soprattutto se non ci saranno accelerazione sul cambio cinese.

Exhibit 2: US and EU data surprising to the upside



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research

Exhibit 3: Our DM cycle model: Still ticking up



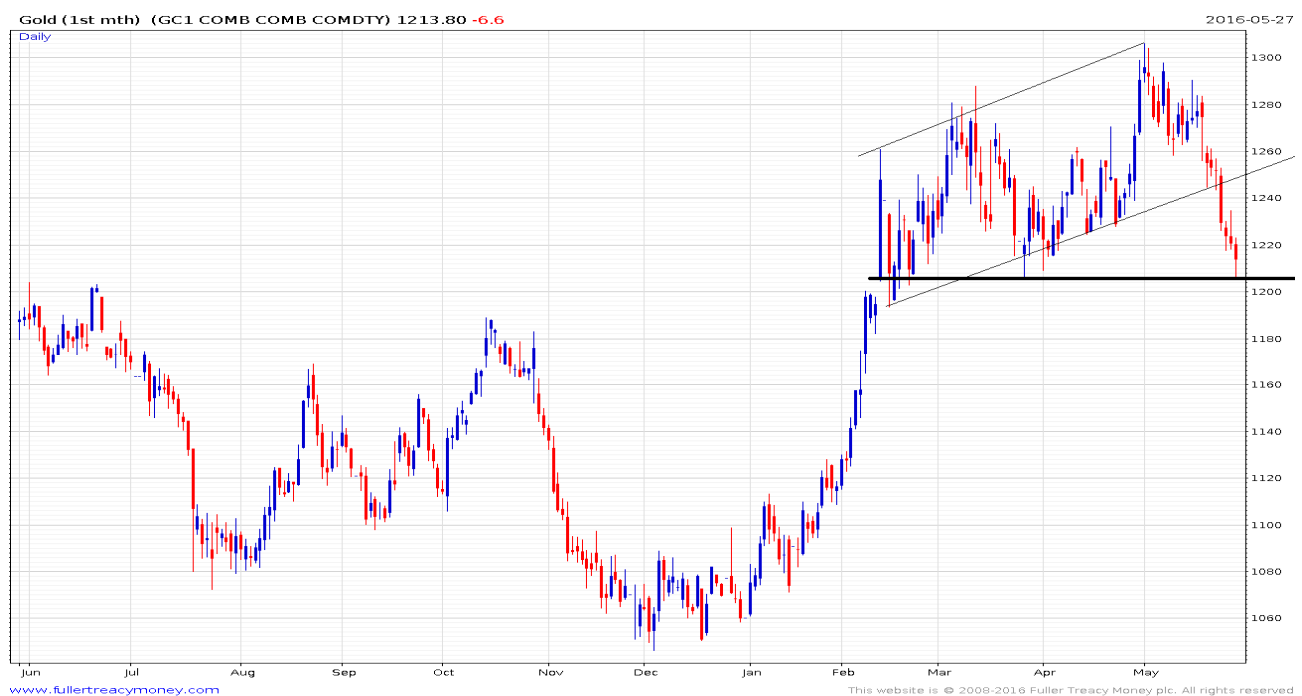
Source: Haver Analytics, Morgan Stanley Research

Concludiamo questa analisi dei mercati con l'osservazione di alcuni mercati, lasciando alle pagine successive ed ai nostri indicatori proprietari gli altri indici da osservare.

Oro

Il metallo giallo ha usufruito in pieno del rally reflazionistico ma le ultime notizie riguardanti un aumento delle possibilità del rialzo USA ne hanno almeno in parte fermato il vigore, insieme alla stabilizzazione complessiva dei mercati finanziari.

Dal punto di vista tecnico l'oro ha testato venerdì un importante supporto dopo la negazione della conformazione rialzista che dovrà essere tenuto per poter sviluppare quantomeno un rimbalzo degno di questo nome.



Petrolio

Il petrolio dopo il test della resistenza intorno a 50 sembra voler consolidare questi valori anche per un discorso di domanda ed offerta. Da notare che comunque il rally attuale rispetto a quello dell'anno precedente ha mostrato un vigore sicuramente superiore oltre che una durata più estesa. Il trend del rialzo è ben definito e quindi è facile seguirne l'andamento.



FTSEMIB

Riportiamo l'indice italiano in quanto uno dei più seguiti dagli operatori nazionali anche se evidentemente non uno dei più importanti a livello internazionale.

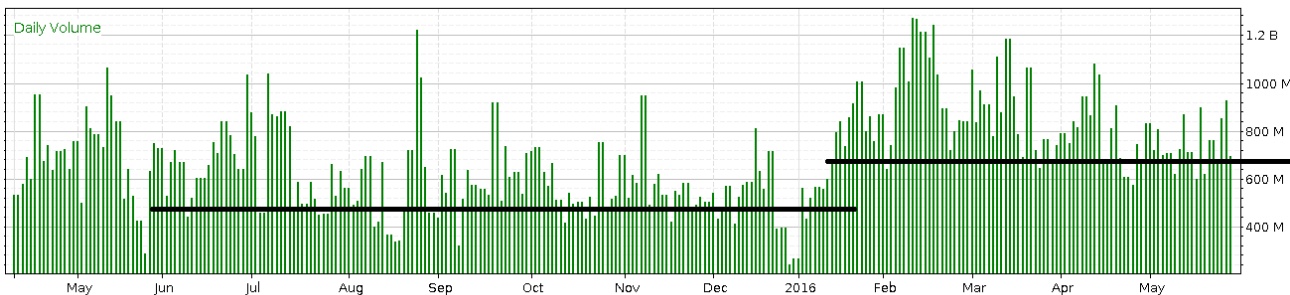
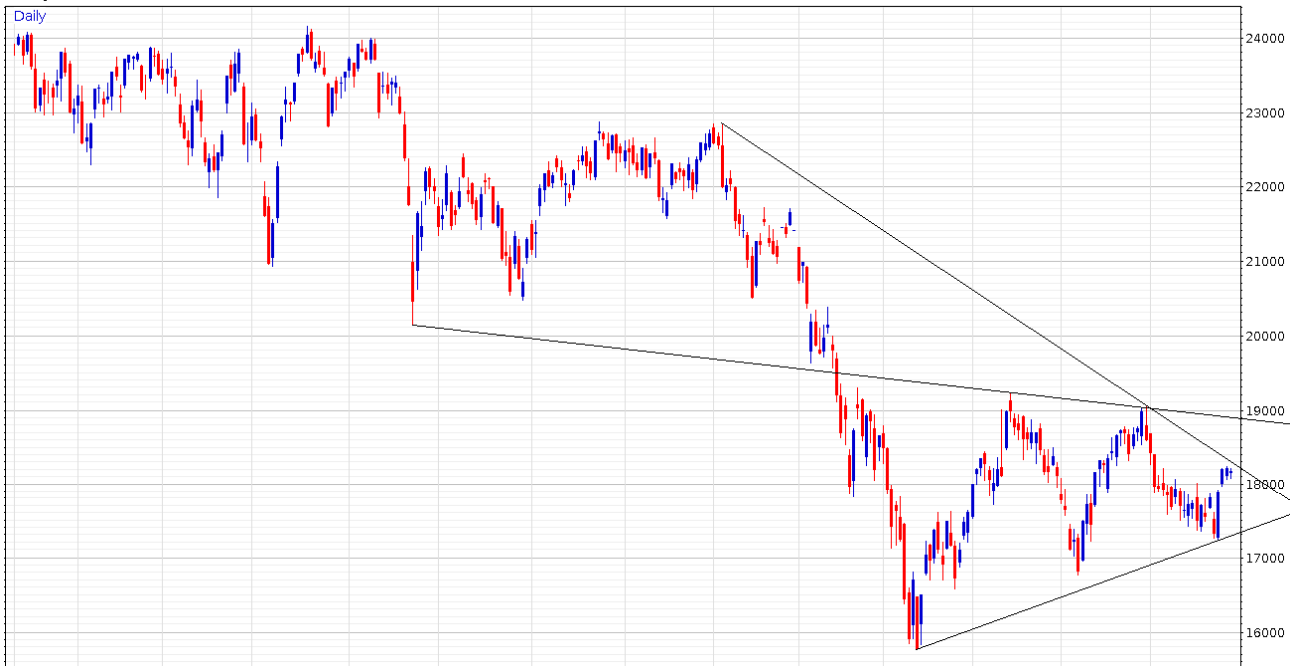
L'indice mostra una difficoltà complessiva a mostrare un trend chiaro con massimi crescenti e minimi decrescenti che tendono a contrastarsi. Prima o poi questo troverà una risoluzione.

Da notare che comunque dai minimi di febbraio c'è una certa partecipazione volumetrica che conferma un crescente interesse per questo indice, che quindi potrebbe rompere la figura di congestione al rialzo se la situazione internazionale dovesse mantenersi stabile e se la situazione della banche dovesse quantomeno rilassarsi.

Infatti è il settore finanziario domestico, che pesa molto sull'indice, che causa gli attuali problemi dell'indice.

Italy (SPMIB INDEX) 18186.14 -30.78

2016-05-27



www.fullertreacymoney.com

This website is © 2008-2016 Fuller Treacy Money plc. All rights reserved

CONTROCORRENTE CONTROCORRENTE

In questa sezione vogliamo offrire delle riflessioni su alcuni dei temi che la stampa specializzata divulga a piene mani ma che non sempre spiega e talvolta usa a sproposito.

Uno degli argomenti più interessanti in queste settimane è il rischio/rendimento sui bond: posto che i bond 'devono' far parte di ogni portafoglio, e che alcuni investitori istituzionali sono obbligati a comprarne a causa delle loro policy di investimenti, abbiamo visto che gli effetti del 'fly to quality' hanno effetti perversi sui titoli di stato, specialmente sui BUND, in termini di tasso di interesse.

La teoria economica prevede che il tasso di ogni attività finanziaria sia dato da tre componenti: tasso base reale 'riskfree', spread per aggiustare al rischio specifico della attività in esame, tasso di inflazione. Tanto semplice nella teoria quanto ormai di difficile attuazione nella pratica: per paradosso, lo spread che anni fa era la componente di più difficile stima, ora è abbastanza semplice da reperire tramite i vari spread pubblicati, i CDS, o i rating. Incertezze maggiori vengono dall'inflazione, che ora è negativa mentre qualche decennio fa era a due cifre, ed anche sulla definizione di riskfree, tradizionalmente in Italia calcolato sul BTP ma ora, con le oscillazioni legate alla percezione del rischio-paese, non è più tranquillo definirlo come tale.

Il paradosso è diventato completo quando i tassi di riferimento sono diventati negativi, con tutto il seguito delle banche che si sforzano di trovare soluzioni 'fantasiose' nel calcolo dei loro asset a tasso variabile, incorrendo nelle osservazioni di Bankitalia.

Il problema resta per gli investitori che hanno, volenti o nolenti, portafogli con obbligazioni a tasso fisso: e premesso che è ben chiaro a tutti che un ipotetico aumento dei tassi impatterà negativamente sui corsi, proviamo a quantificare cosa significhi effettivamente.

Ipotizziamo un bond a tasso fisso in portafoglio per 100.000€ di nominale e tasso fisso al 4%, durata residua 7 anni : vediamo come cambia il suo prezzo a diverse situazioni di mercato, immaginando tre diversi scenari.

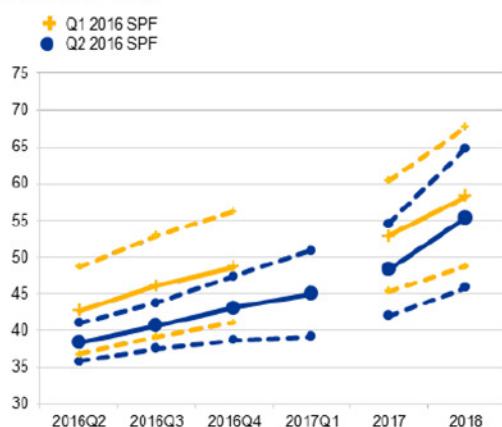
Nel primo scenario la variazione dei tassi è puntuale, cioè dura un solo anno, il 2019 per esempio, e per un +1% : ma poi rientra al livello precedente per tutta la durata della vita residua. La scelta dell'1% , pur arbitraria, ha un preciso fondamento storico: è già avvenuta lo scorso anno, sia pure per pochi mesi. Una variazione del genere è l'equivalente di una temporanea tensione sui mercati monetari, assolutamente risibile rispetto alla possibilità ad esempio

dello shock che potrebbe avvenire per una Brexit. Ai tassi attuali, questo scenario comporta una variazione dei prezzi di

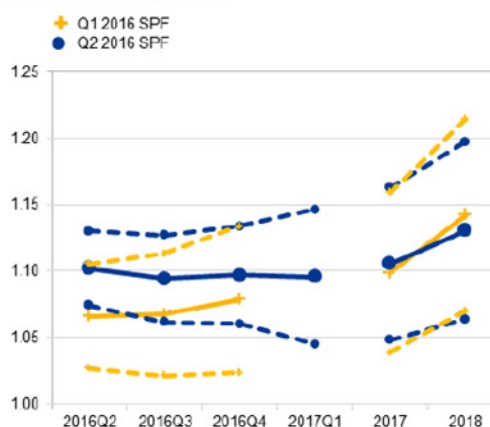
Nel secondo scenario immaginiamo uno spostamento parallelo della curva dei tassi, a partire sempre dal 2019, e sempre per un valore del +1% fino alla scadenza nel 2023: anche qui una scelta arbitraria, ma che prende spunto dagli scenari di medio periodo di cui abbiamo parlato nel Blog, lo SPF Survey of Professional Forecasters pubblicato dalla BCE e che riportiamo qui sotto.

Chart 16
Underlying assumptions

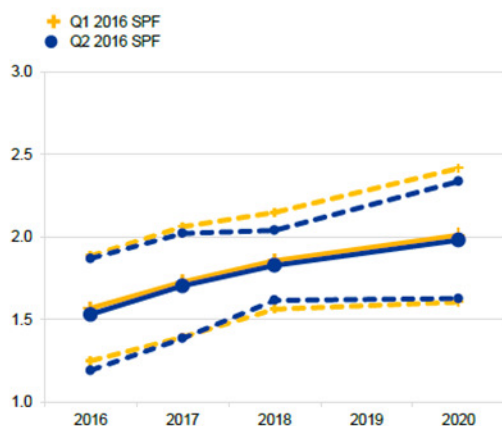
a) Oil price (in USD)



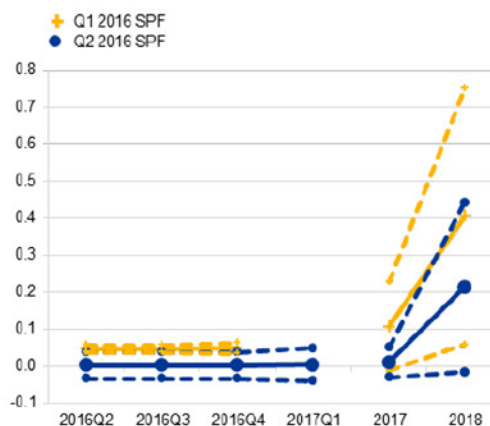
b) USD/EUR exchange rate



c) Compensation per employee



d) ECB interest rate



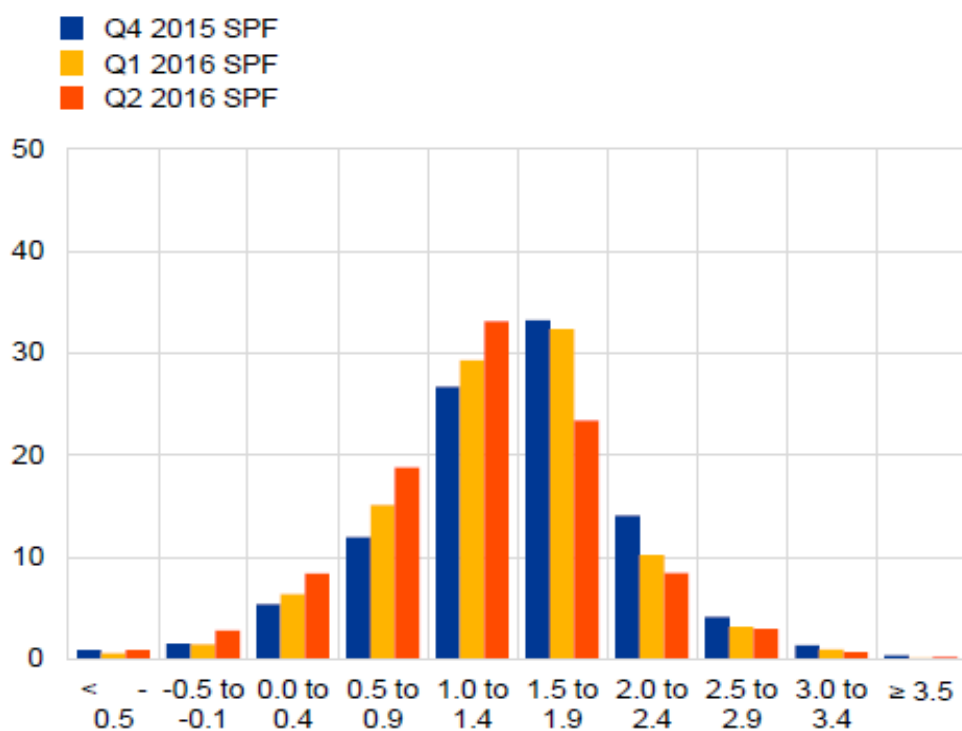
Notes: The dashed lines proxy the uncertainty surrounding average assumptions (plus/minus one standard deviation of the point estimates).

Vediamo la stabilità dei tassi BCE fino al 2017, e poi una ripresa che pare molto decisa ma che in media viene prevista del +0.2% : senza fare uno 'stress test', ipotizzare un aumento fino all'1% dal 2018 in avanti è ancora prudente e all'interno delle aspettative mainstream. Vediamo infatti che per il 2017 le attese medie sono per una inflazione compresa tra il 1% ed il 2% : non è detto che questo comporti un rialzo automatico dei tassi d'interesse BCE e quindi di tutta la curva dei tassi, anzi potrebbe essere prematuro rallentare un processo che è ancora al suo inizio: ma sappiamo che già ora la Germania

morde il freno, ed un rialzo dell'inflazione piccolo ma significativo potrebbe dare ai falchi un argomento irresistibile.

Chart 2

Aggregated probability distribution of inflation expectations for 2017

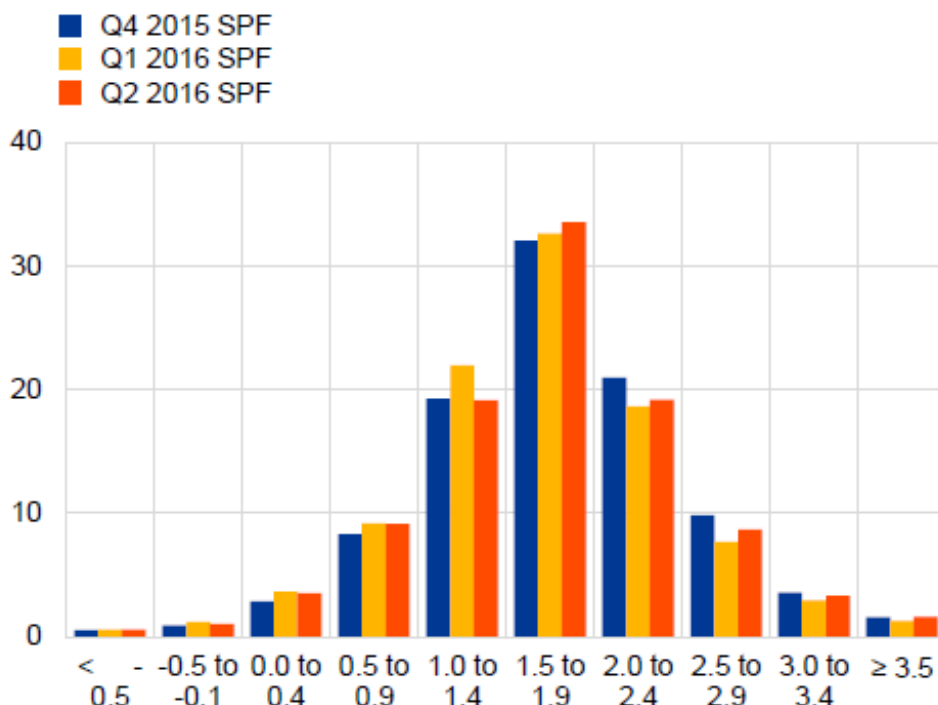


In questo secondo scenario, la perdita attesa di valore di mercato della nostra obbligazione (nulla a che vedere con il rimborso del capitale a scadenza, ovviamente) sarebbe pari a circa un -5 % e più

Nel terzo scenario lo spostamento dei tassi avviene in due riprese, +1% dal 2019 al 2021, e poi di un ulteriore +1% per un totale del +2% dal 2021 alla scadenza. Anche qui una scelta arbitraria, altri scenari sono possibili e altre simulazioni si possono eseguire: ma ancora una volta utilizziamo il SPF che prevede il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione nel 2020 - 2021, con un 20% tra il 1% e il 1.4% e un 30% di attesa di inflazione sopra il 2% (e quasi un 5% di attesa di inflazione sopra il 3%)

Chart 6

Aggregated probability distribution of longer-term inflation expectations (five years ahead)



In questo scenario, la perdita attesa del valore di mercato della nostra obbligazione si aggirerebbe su valori intono all'11% circa.

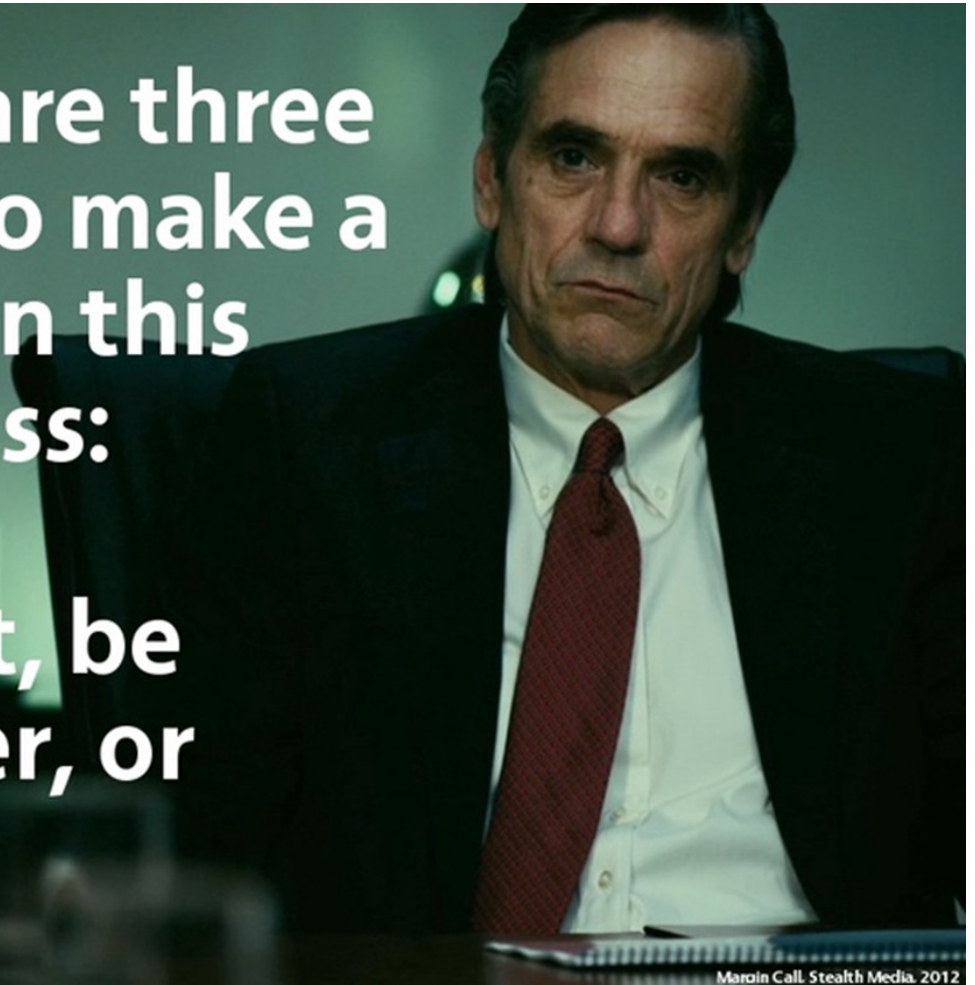
Queste considerazioni servono a comprendere quale sia il rischio effettivo a restare nel segmento dei TdS a tasso fisso oltre questo periodo in cui il 'safe haven' sembra guidare le scelte degli operatori : 'rischi in cambio di briciole' abbiamo letto, ma mentre le briciole sono chiare, adesso abbiamo una idea di cosa potrebbero essere i rischi 'normali'. (Attenzione: rischi 'normali', qui non abbiamo fatto alcun tipo di stress test o simulato eventi estremi e per ora inattesi, dalla Brexit in avanti: solo normali attese sull'inflazione).

Diventa quindi a nostro modo di vedere essenziale per chi è esposto nei bond il predisporre una strategia di uscita che sia abbastanza tempestiva, perché anche sui mercati molto liquidi ci sono fenomeni di compressione dei book, così che chi vuole uscire in fretta è costretto a cedere molto valore al mercato.

Insomma è un gioco in cui tutti rischiano e si spera di non essere quelli bloccati nella trappola del mercato resta la frase del film "margin call" *per guadagnare sui mercati, o almeno per non incorrere in perdite catastrofiche, ci sono solo tre strade*

**there are three
ways to make a
living in this
business:**

**be first, be
smarter, or
cheat.**



Margin Call. Stealth Media. 2012

Trend e reversal : la nostra view sui mercati

In questa sezione abbiamo accorpato i nostri indicatori Eulero e Volatility Cone , ed abbiamo aggiunto il nuovo Herakles :

EULERO mostra la direzione

VOLATILITY CONE mostra la dispersione

HERAKLES mostra la forza del mercato

Eulero vers. Eulero 1.5

Eulero è un nostro sistema proprietario, ed è la base sia per Trading System che per la gestione di portafogli: verranno aumentati gli indici e le asset class monitorate, sempre con lo stesso sistema di analisi, che per ora è in versione pre-ottimizzazione: quindi è calcolato con gli stessi parametri in ogni mercato, a prova della solidità della struttura logica sottostante.

Lo scopo è quello di identificare la direzione del mercato, con una lettura graduata per permettere una valutazione sulla capacità di produrre nuove

Il nostro indicatore ha una piccola modifica, con le letture 'centrali' in giallo per mostrare una neutralità del valore:

indicatori utilizzati:

KAMA , MAMA , SAR, indicatore H&M EULERO v1.5

Volatility cone vers. CODVO 000 05

Il Volatility Cone è un nostro sistema proprietario per l'analisi della volatilità del mercato L'indicatore è VOLA-REVERTING: indica la possibilità di un ritorno alla media, prendendo i dati dal mercato delle opzioni : nuova versione 005 con indicazione della volatilità sottostante Nel nostro indicatore degli eccessi la segnalazione ora viene graduata in tre livelli per una più facile lettura dei punti di eccesso sul mercato:

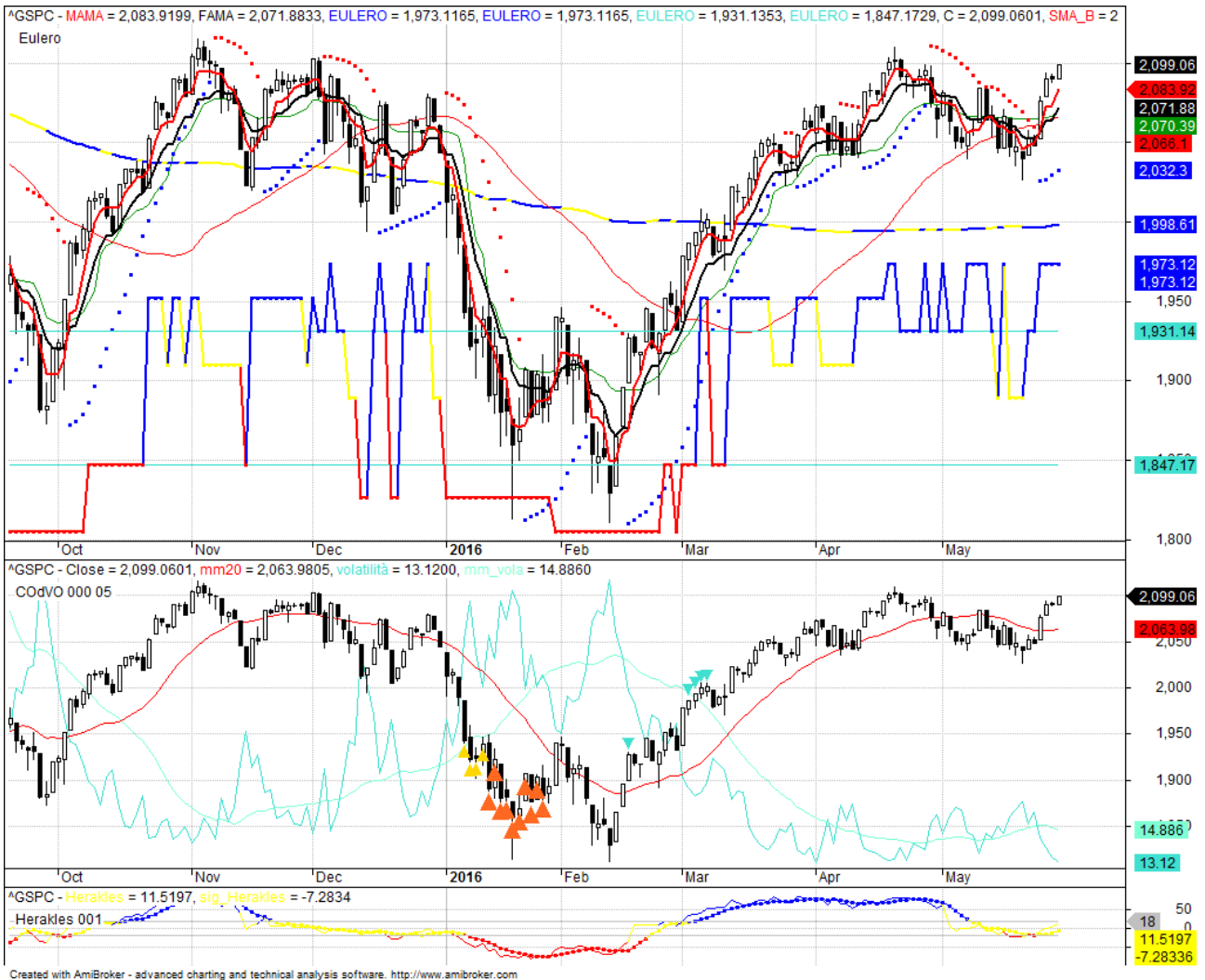
1. in azzurro e verde, i punti di possibile correzione , in giallo e arancio i punti di possibile risalita
2. una singola violazione: indicatore piccolo con colore più pallido
3. violazione intensa : un cerchio intorno all'indicatore
4. violazione ripetuta: se la violazione rimane per più di tre giorni, indicatore grande con colore intenso
 - a. (violazione ripetuta e intensa: indicatore grande con cerchio e colore intenso)

Herakles versione 001

Herakles un nostro nuovo indicatore che mostra la forza del mercato indipendentemente dalla direzionalità, dando quindi indicazione sulla energia del trend. È il naturale completamento degli altri due indicatori , e anche se compare qui ancora in forma sperimentale, verrà poi sviluppato a completamento dei nostri trading systems per valutare la convenienza ad impiegare strategie trend follower o mean reversion.

Le indicazioni sono:

- Blu : forza del trend, se la tendenza è long
- Rosso : forza del trend, se la tendenza è short
- Giallo : situazione in cui il mercato non esprime una forza definita e quindi è senza direzione

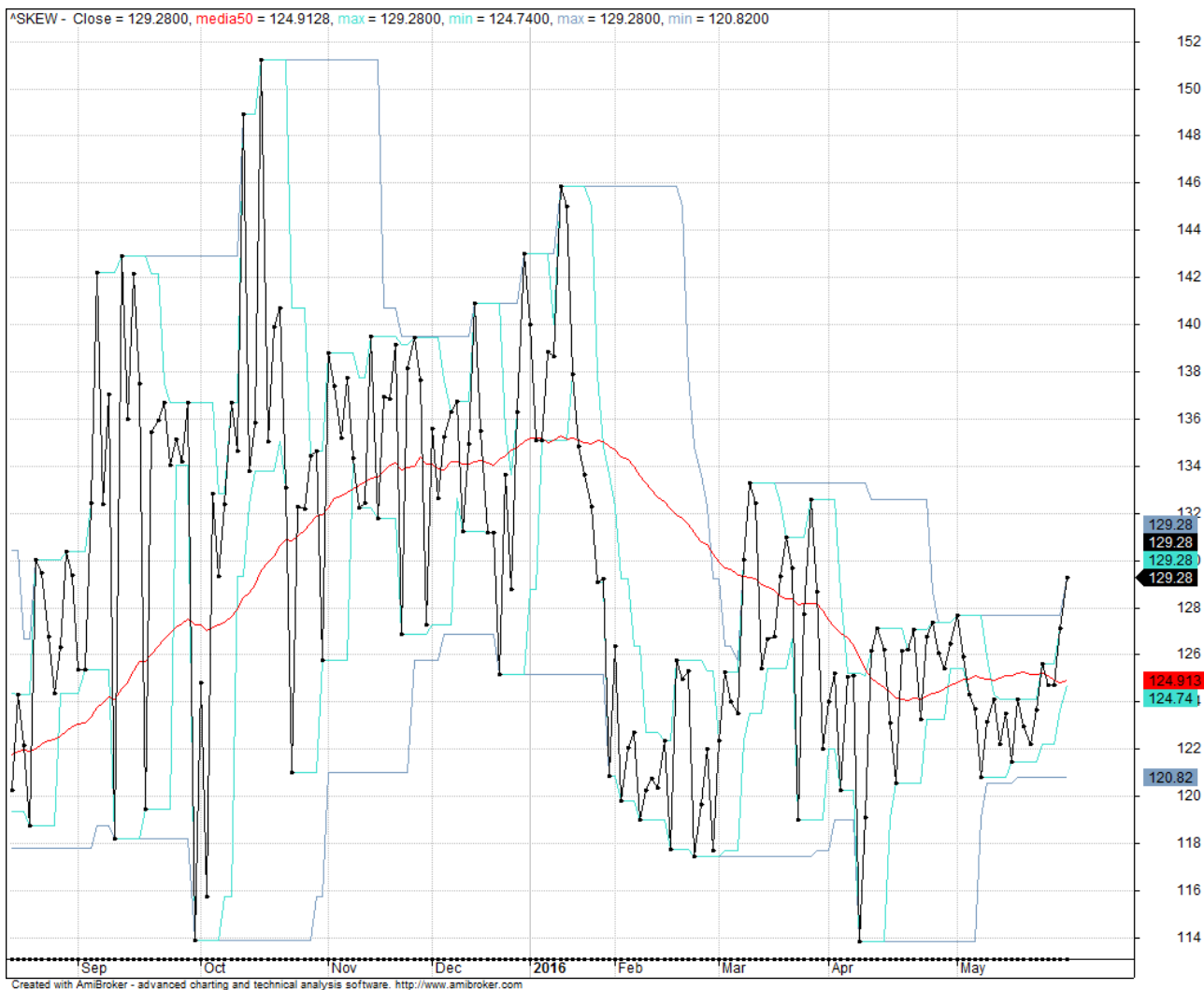


Lo SP500 è tornato a testare i massimi, dopo una pausa di riflessione da aprile a inizio maggio, una fase risk-off che ora sembra conclusa. Eulero si era mantenuto in area positiva, sia pure con oscillazioni, e solo nei momenti più negativi si è lasciato a letture neutrali. COdVO non segnala alcuna tensione, e la volatilità è a livelli molto bassi: ricordiamo sempre che la volatilità implicita non è un previsore affidabile ma solo un segnale di ciò che accade sul mercato, e quindi possiamo vedere graficamente come gli operatori in opzioni non vedano nel prossimo futuro delle difficoltà. Neutralità anche da Herakles.

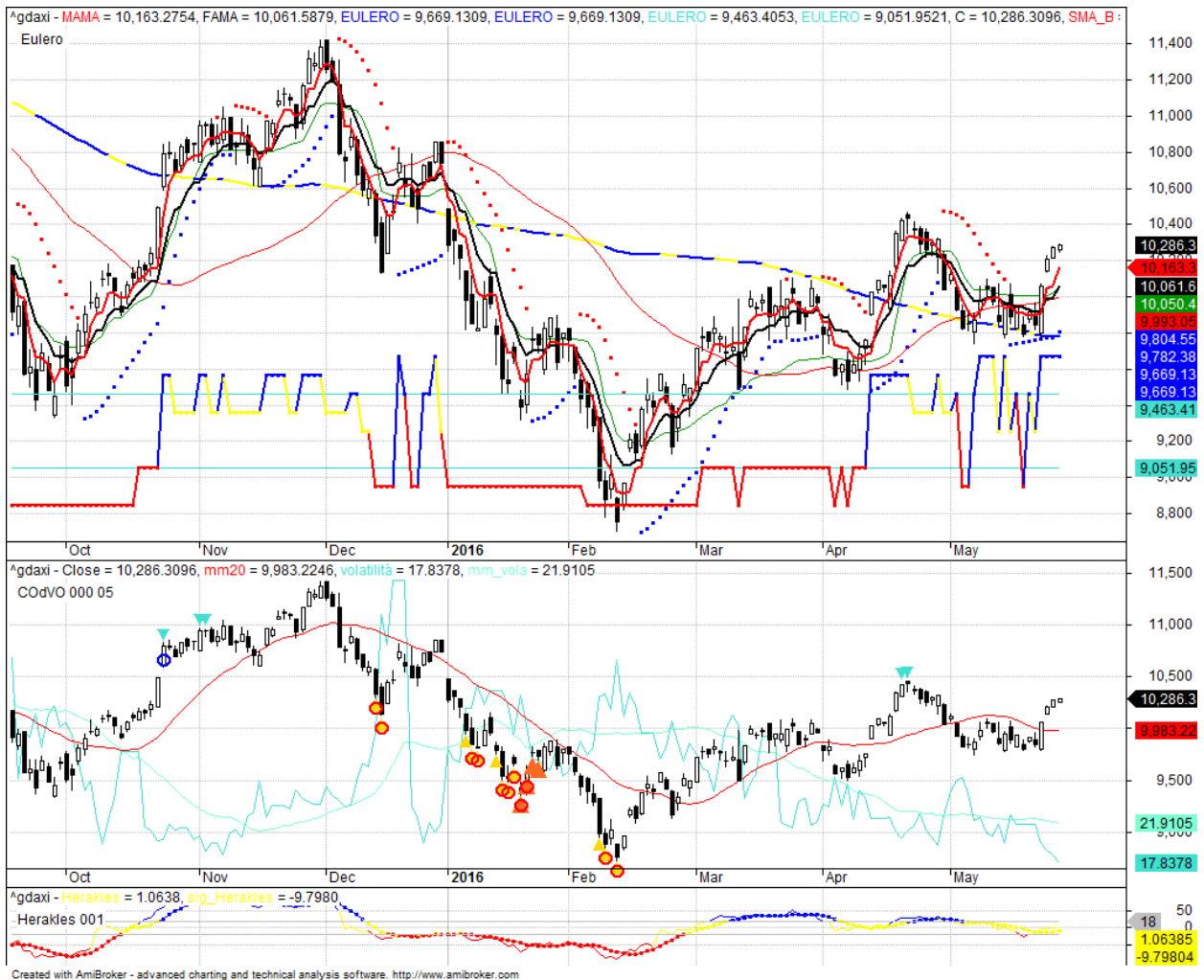
In USA l'economia è abbastanza bene impostata, anche se la divergenza tra la crescita positiva dell'occupazione e la bassa crescita dei salari non è un buon segnale, soprattutto per la tenuta nel tempo del mercato interno. È proprio su questa tensione che si evidenzia quella tensione politica che sta portando il candidato antisistema Trump in evidenza, sostenuto dalla insoddisfazione di chi vede una economia nel complesso positiva ma che non riesce a goderne i benefici.



Il VIX serve qui a rimarcare come gli attuali livelli di volatilità siano in discesa, in armonia con un sentiment positivo del mercato. Come detto, un segnale da controllare nel caso dovesse invertirsi, e per ora una conferma della fiducia nella tenuta degli accordi sovranazionali.

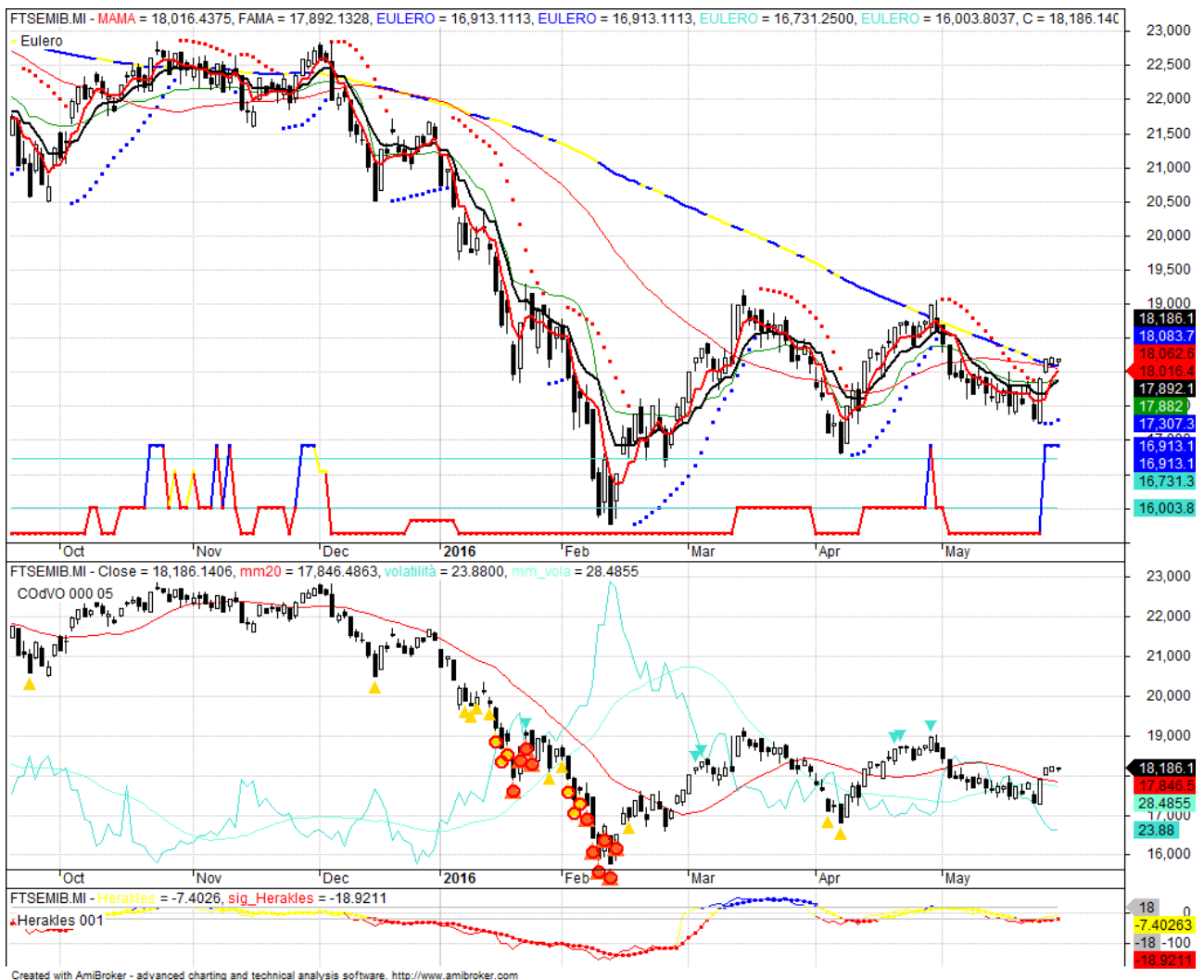


Lo Skew è rimbalzato dai livelli molto ridotti di aprile, un piccolo segnale della prudenza di cui abbiamo parlato nella sezione degli approfondimenti e che è sintomo della costruzione di posizioni estreme, per ora ancora abbastanza piccole.



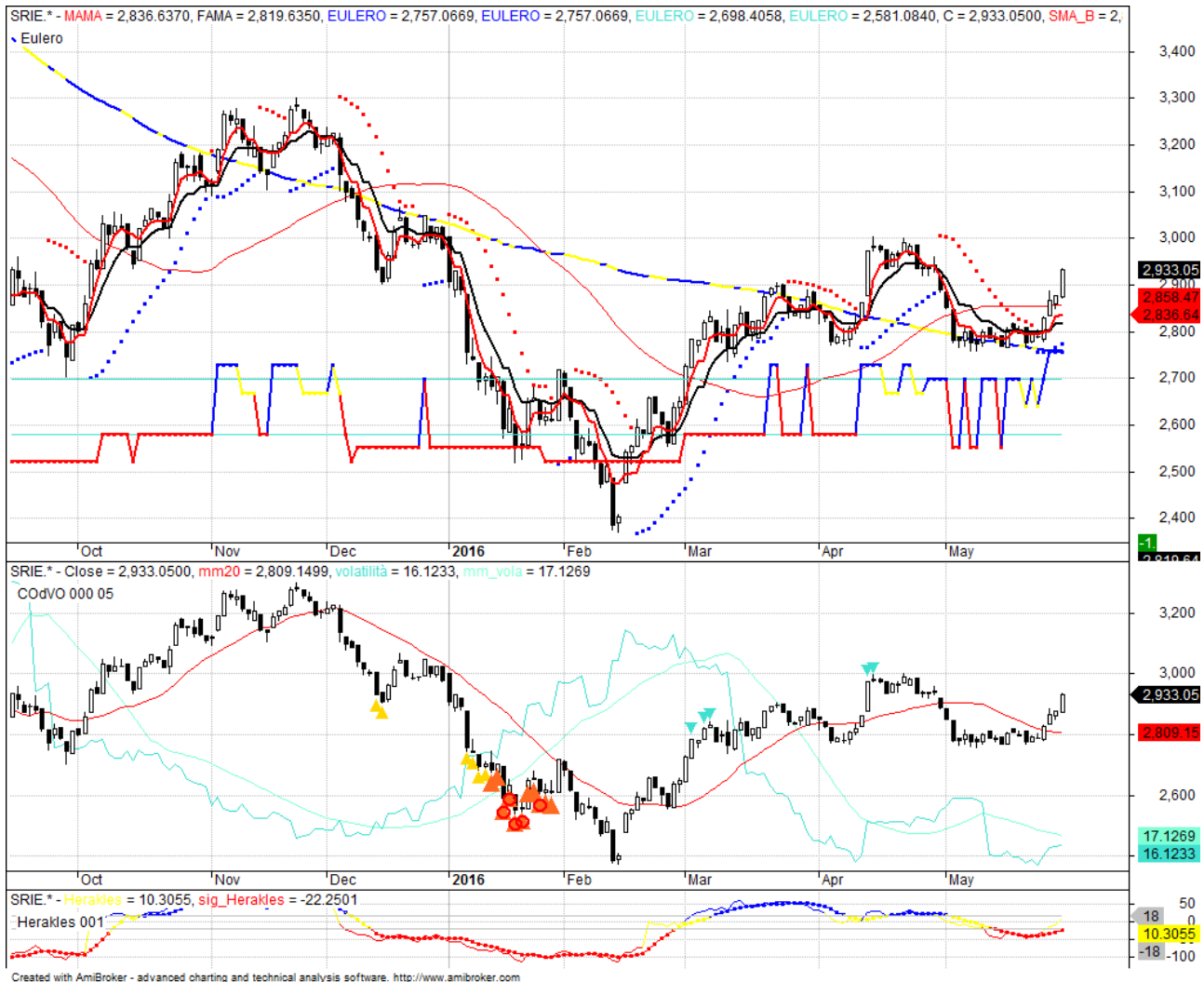
Il DAX non ha ancora completato il recupero come ha già fatto lo sp500, ed anzi ha mostrato momenti di incertezza: solo nell'ultima settimana c'è stato un recupero, anche più veloce di quello dell'indice americano, in quella rotazione intermarket che avevamo previsto nel precedente numero di Trendmercati. Forti oscillazioni di Eulero, ora positivo, stabilità di COdVO e neutralità di Herakles, in una situazione di moderata positività di medio termine.

L'indice è sostenuto dai dati sul sentiment interno e dalla (temporanea) soluzione dell'inciampo sulla Grecia. Per Atene si è trovata una ennesima soluzione di compromesso, spostando ancora il tempo della decisione finale e di fatto si sta cercando di evitare il contrasto tra la posizione tedesca, che esclude tagli al debito, e quella dello FMI, che ritiene inevitabile una soluzione di alleggerimento, almeno fino a dopo le elezioni tedesche del 2017. In questo settore come in altri, l'Europa è prigioniera dello stallo politico della Germania, dove gli argomenti rigoristi non possono essere né smentiti e nemmeno ridotti prima della importante tornata elettorale: e in questa empassa si trova anche la Francia, in questi giorni scossa da tensioni legate al rifiuto di alcune riforme e comunque avviata il prossimo anno ad un difficile confronto tra i maggiori partiti. Proprio dallo stallo politico Germania Francia nasce molto dello stallo istituzionale europeo. Da notare in queste ultime due settimane ciò che è mancato, cioè un improvviso silenzio della politica tedesca che un mese fa era invece molto loquace, soprattutto da parte di Shaeuble, nel criticare l'operato della BCE e prodiga di consigli sulla politica fiscale restrittiva per tutta l'eurozona: prudenza forse legata alle elezioni austriache, e dall'avvicinarsi del referendum Brexit

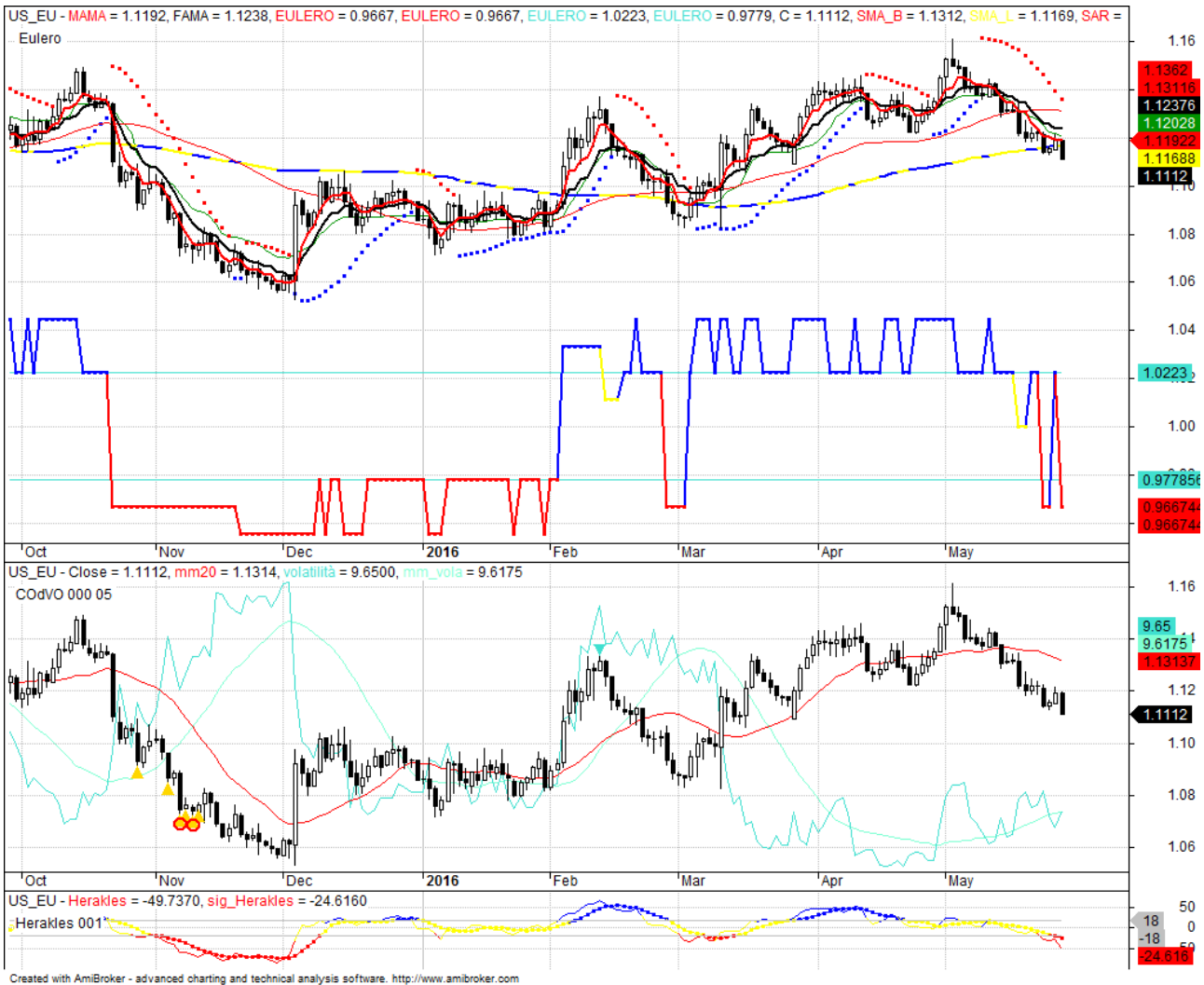


Lo FTSEMIB era e rimane l'indice più debole nel 2016; resta la debolezza del sistema bancario, più nella soluzione dei problemi che nei problemi stessi. Le riforme stentano e la ripresa è ancora debole e fragile, anche se il contesto globale non ci è di ostacolo: la debolezza della domanda interna, e l'altalenarsi dei segnali dell'economia reale, rendono lento il recupero, ed il sistema bancario più che la causa è forse la più evidente spia di questo malessere, evidenziato dai NPL.

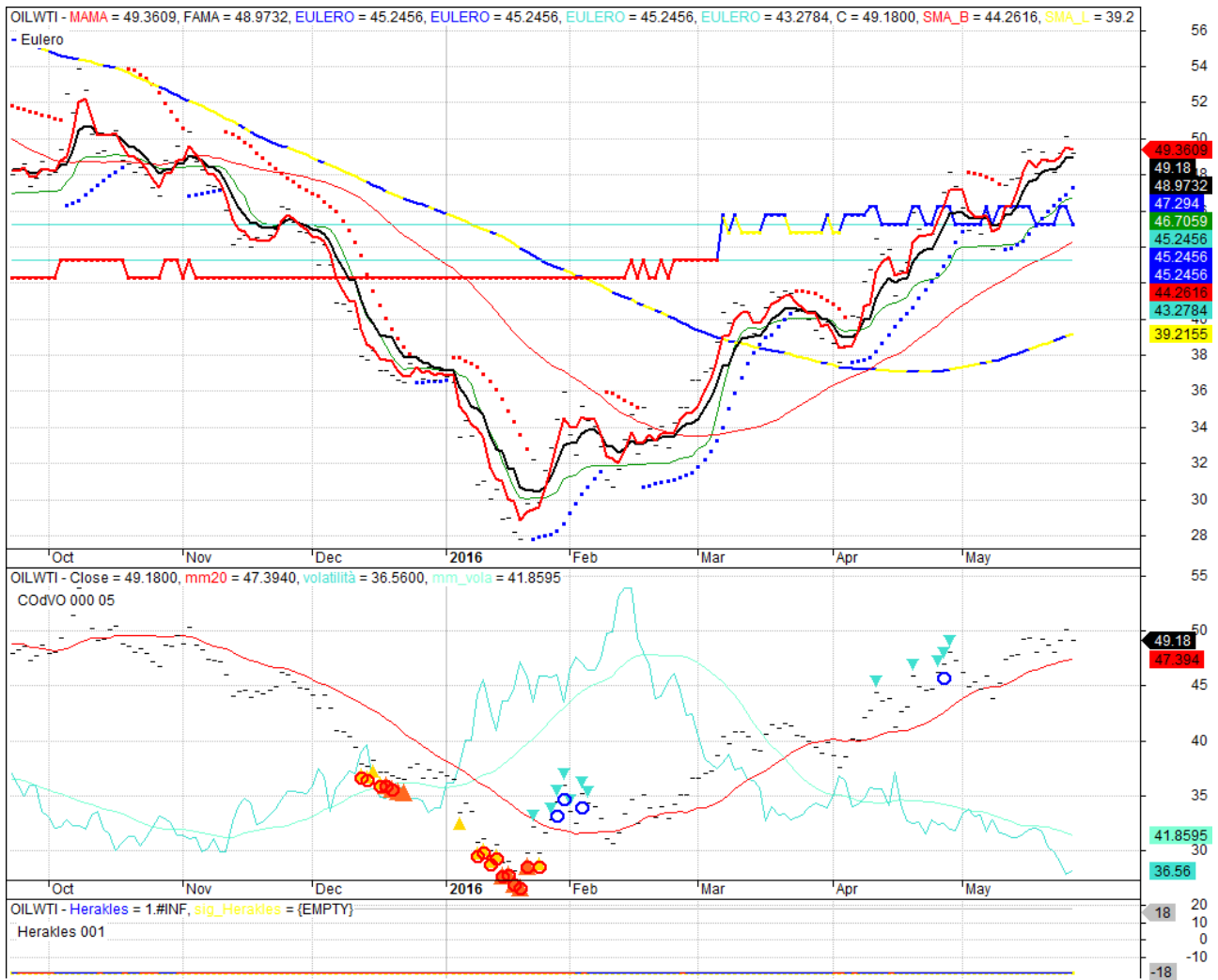
Eulero diventa positivo solo da poche sedute, i valori di fine 2015 sono molto lontani e CODVO non segnala tensioni ma fa leggere una volatilità ancora elevata, con Herakles neutrale e quasi negativo, positivi gli altri indicatori, a sostegno di questo rimbalzo che ha superato alcune resistenze e che ora ha bisogno di consolidarsi.



Lo ETF SRIE - BRIC40 ha superato alcune resistenze, grazie alla percezione da parte degli operatori che la situazione cinese è sotto controllo, anche se rimangono aperte le situazioni negative del Brasile e non si devono scordare i problemi dei paesi esportatori di materie prime, Venezuela in testa, che sono stati duramente colpiti dai passati ribassi. Un dollaro tutto sommato stabile ha consentito maggior serenità nel refunding del debito il valuta americana di molti emergenti, che si spera approfittino anche per impostare dei rientri dove possibile o almeno una copertura delle future esigenze. Eulerio che oscilla ma che desidera attestarsi in area positiva, COdVO senza tensioni, Herakles che gira in area neutra sono segnali a sostegno del rally degli ultimi giorni, forse spinto dalle attese di un G7 che si è dimostrato moderatamente positivo per la tenuta del coordinamento monetario e quindi supportivo dei mercati.



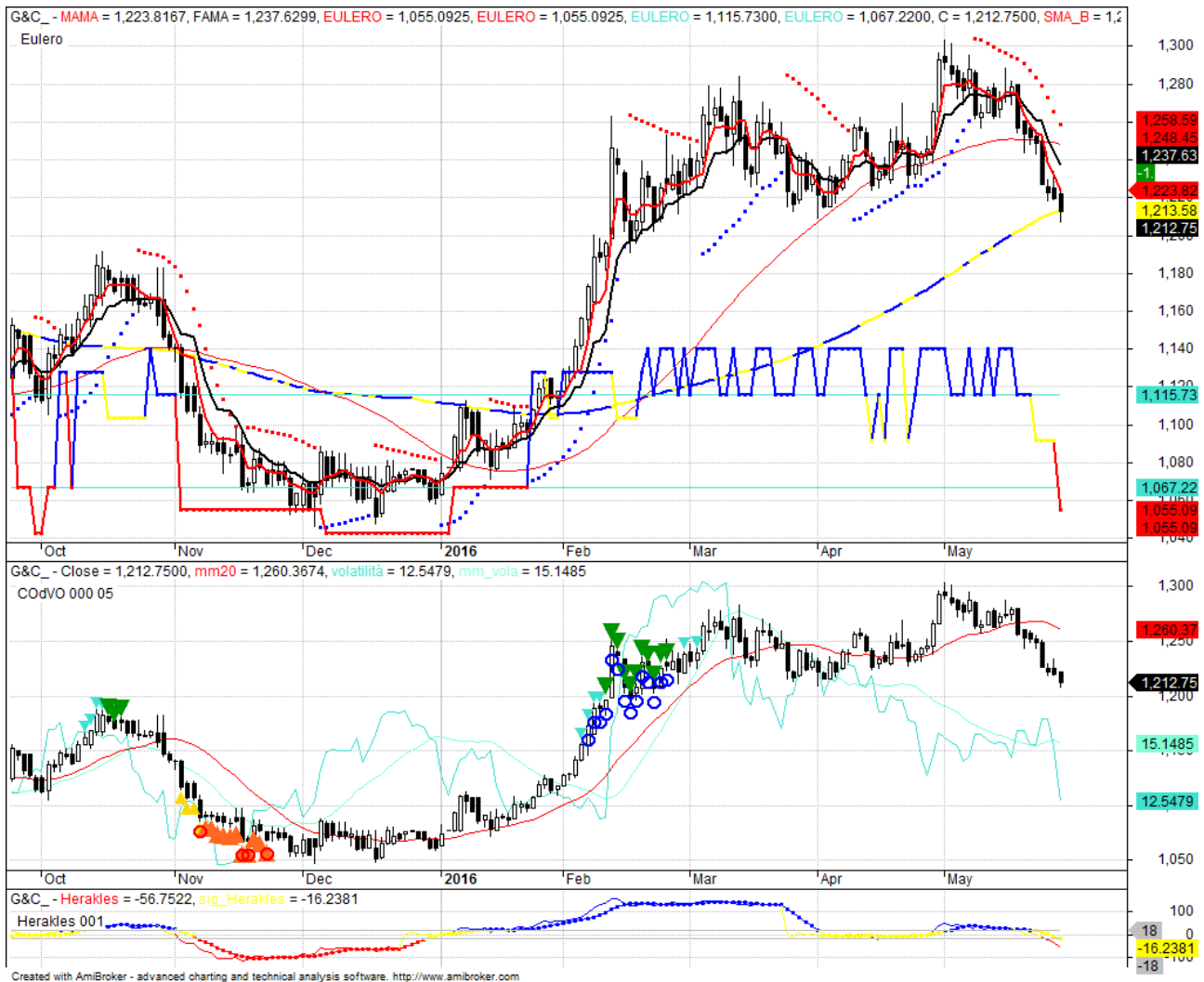
Il cross Eurodollaro è ridisceso nella parte bassa della fascia di oscillazione, fascia che ha discrete probabilità di resistere dato che rappresenta un accettabile equilibrio tra le esigenze americane e quelle dell'Europa . il rafforzamento del biglietto verde, spinto dalle attese di un rialzo dei tassi FED, trova sostegno nella politica espansionistica della BCE che è costretta a rimanere molto accomodante per le difficoltà a far crescere l'inflazione..Eulero ritorna negativo, ma senza tensioni su COdVO né aumento della volatilità implicita, Herakles in negativo. Abbiamo visto che gli scenari di medio siano per una stabilità intorno a 1,10 ed al limite un rafforzamento dell'euro, quando i fondamentali dell'economia europea o l'inflazione giustificheranno un rallentamento del QE. Come avevamo ritenuto poco probabile il rafforzamento sopra 1,15 , così una discesa sotto 1,10 è da considerare eccessiva se non cambia lo scenario di riferimento.



Sul WTI ricordiamo che siamo sempre in eccesso di offerta, e anzi che molti produttori sono stati costretti al Chapter 11 sotto quota 50 e quindi un deciso e prolungato superamento di tale quota potrebbe farli tornare alla produzione, con effetti depressivi sui prezzi. Restano tensioni tra Arabia Saudita e Iran, con la decisione di Tehran di riprendere i livelli precedenti all'embargo. Il livello attuale potrebbe rappresentare un equilibrio che aiuta l'economia reale ma non penalizza troppo i produttori, ma allontanarsi da questi livelli potrebbe creare un nuovo periodo di tensioni. Eulero positivo, nessuna tensione da CODVO e volatilità in discesa, anche qui in uno scenario di tranquillità.



Il COGH_P rame è rimbalzato dai minimi pluriennali per entrare in una fase di oscillazione in un canale da cui avvengono rialzi e ribassi con eccessi fino a aprile, ed in maggio senza tensioni. Eulero è tornato negativo, COdVO non ha tensioni e Herakles è negativo: la situazione di eccesso di offerta rimane la preoccupazione maggiore, oltre naturalmente al manifatturiero cinese che è in rallentamento. La fragilità della ripresa, sottolineata dal FMI, è il motivo dello stazionamento a questi livelli.



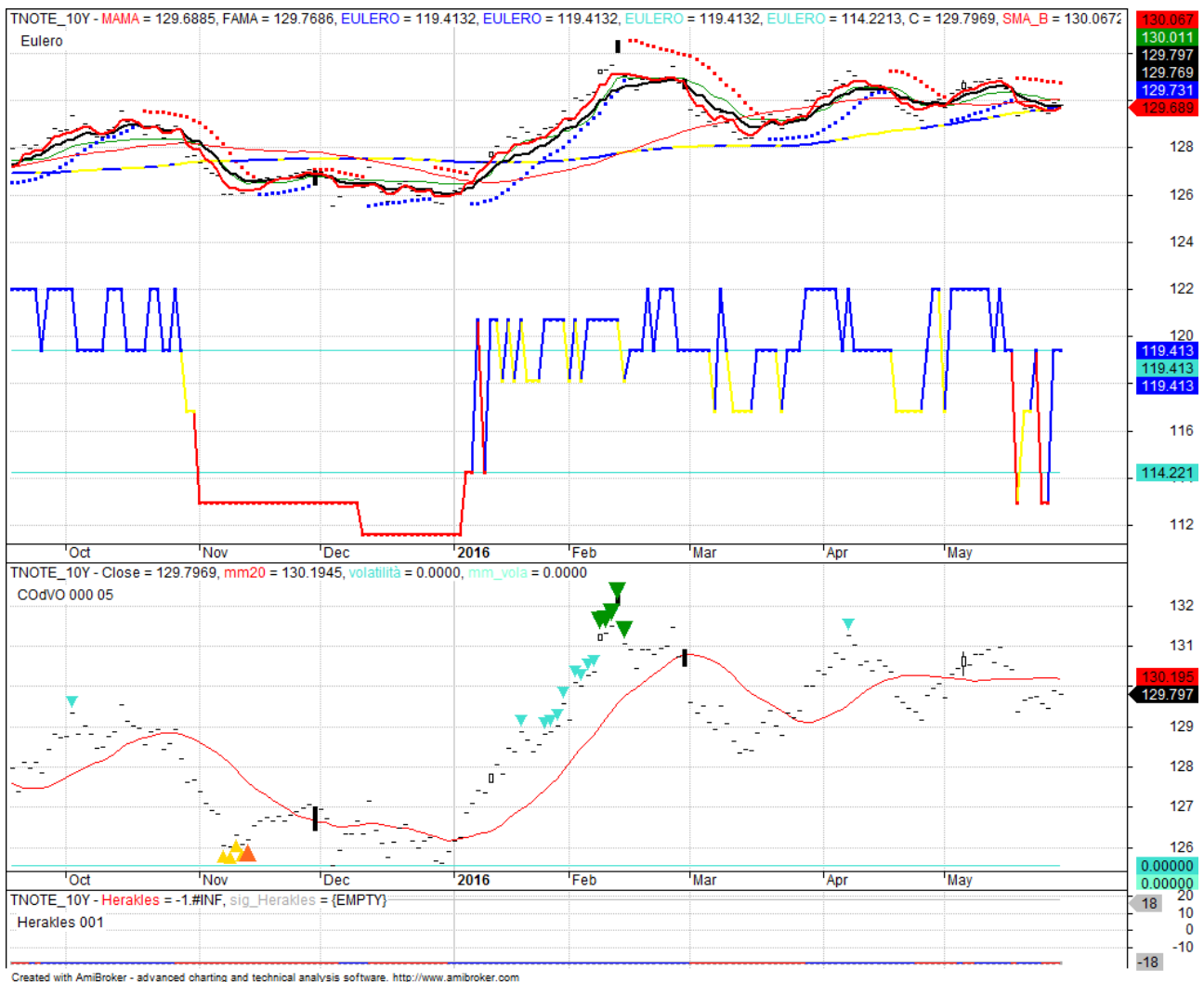
Sull'oro si vede con evidenza il nuovo sentiment del mercato: dopo i timori di inizio anno, adesso la rinnovata tranquillità anche se fragile ha compresso i corsi. Qui, come sulla volatilità, leggiamo come gli operatori siamo in una fase di risk-on, ed è naturale che vengano ridotte le posizioni difensive. Eulero con un primo segno negativo, volatilità in riduzione, niente eccessi e Herakles in discesa: tutti segnali di una fase tranquilla, grazie sia al posticipo della tensione sulla Grecia e alle aspettative di una soluzione di Brexin dal referendum del 23 giugno , considerato dallo FMI come un rischio sistemico elevato ma appunto che ora pare sotto controllo.



Il **Reuters/Jefferies CRB Index** è un indice sulle commodity, concepito per fornire rappresentazioni accurate per valutazioni a lungo termine sulle materie prime grazie ad un algoritmo di calcolo che tiene conto di un paniere di commodity , ribilanciato per garantirne la significatività.

Qui lo vediamo, dopo il rame, per mostrare come la ripresa del metallo rosso sia da vedere in un complesso di rimbalzo delle commodities, che attendevamo da quando mesi fa abbiamo analizzato questo settore come quello più deprezzato in questa fase del mercato.

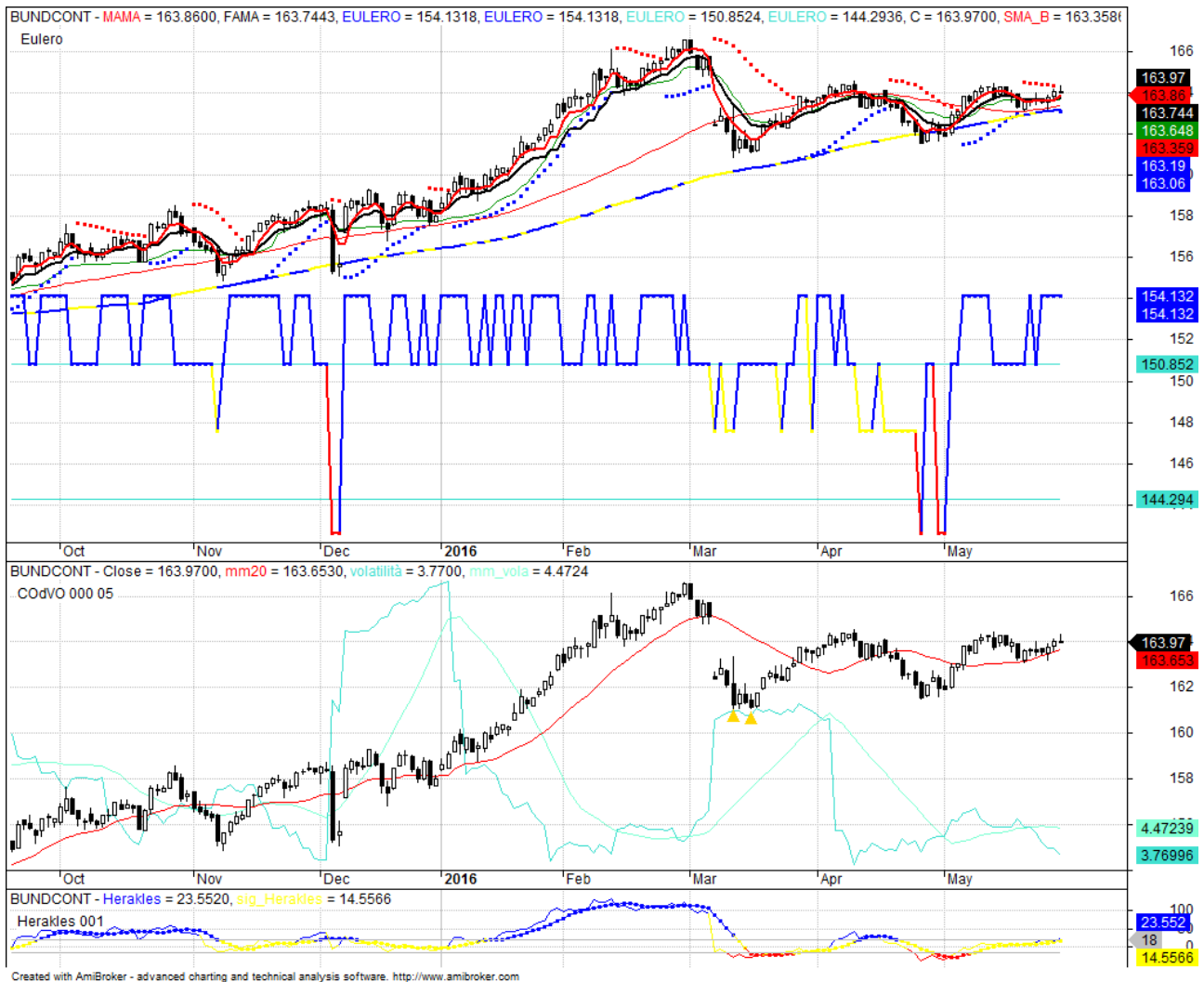
Notare come sia rimasto positivo, nonostante la fase statica del rame.



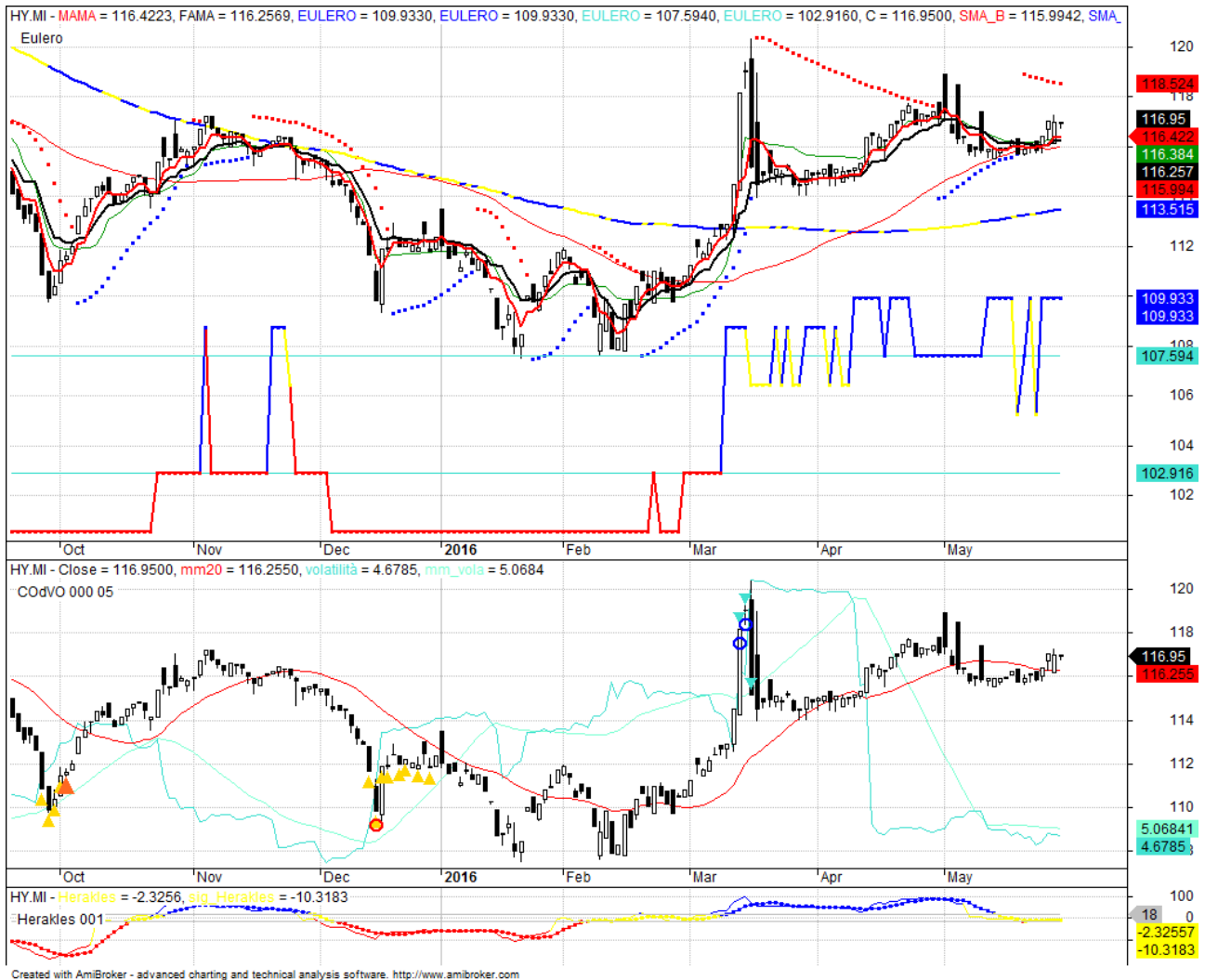
Il Tnote a 10anni resta stabile ma con una tendenza al ribasso, a causa del possibile rialzo dei tassi americani, niente tensioni su COdVO, Eulero con balzi in negativo ma in un contesto tutto sommato abbastanza tranquillo. La FED potrebbe rialzare i tassi anche prima della pausa estiva, evento considerato improbabile solo un mese fa ma che ora viene previsto intorno al 50%: ma il mercato ha anche compreso la prudenza con cui questa decisione sarebbe presa, e quindi si prevede che avrebbe un impatto modesto sul mercato.



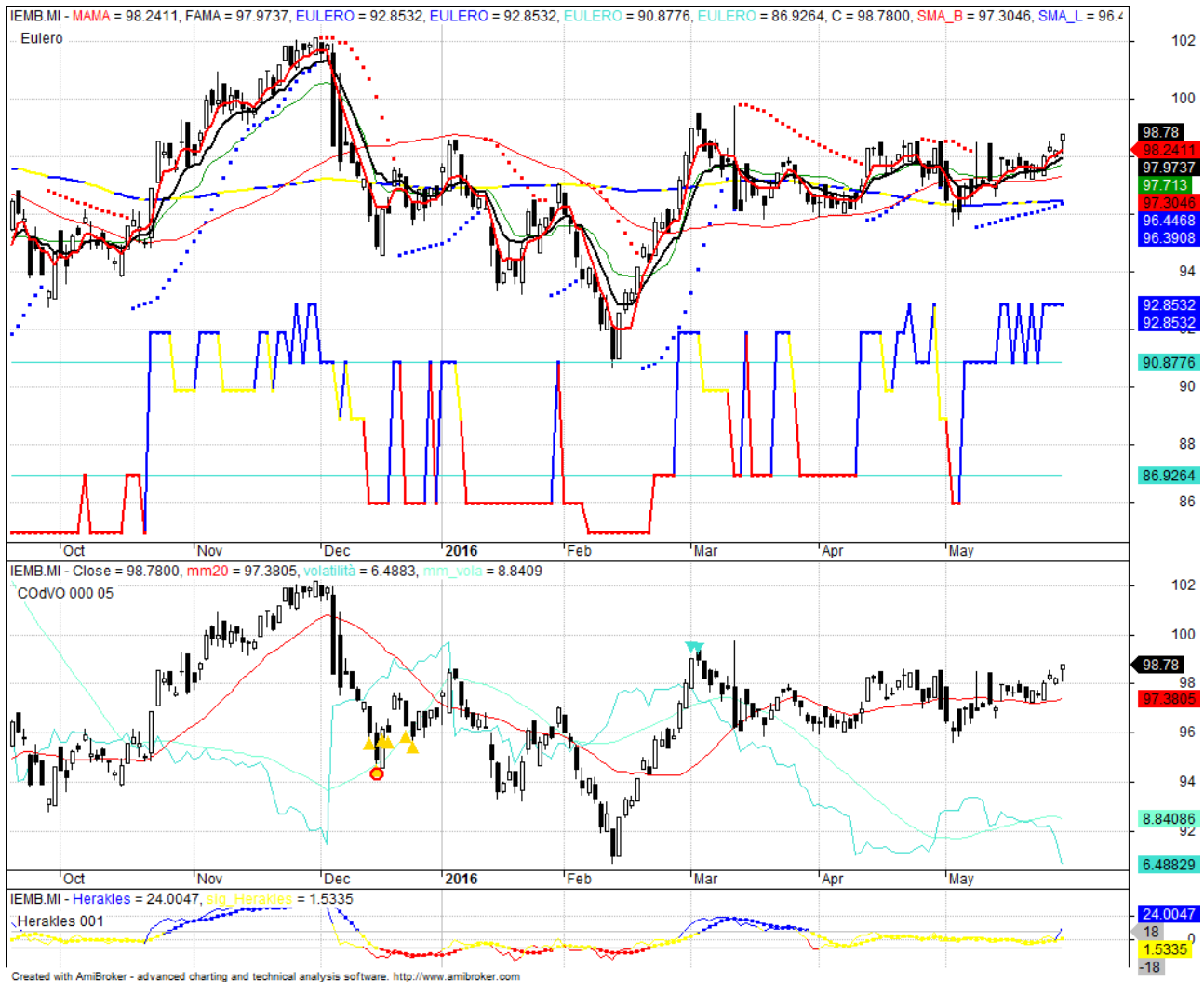
Il BTP è in una fase di equilibrio moderatamente positivo, grazie alla pressione sui corsi del QE della BCE . L'attenuarsi della percezione del rischio Brexit ha riportato tranquillità sui mercati, privilegiando gli acquisti dei periferici che garantiscono un modesto interesse rispetto ai titoli dei paesi 'core' .



Il BUND resta sui valori massimi, una compressione dei tassi che si giustifica solo con ruolo di safe haven. Liquidità abbondante e difficoltà a trovare investimenti sono l'unica spiegazione per accettare rendimenti dello 0,14% su un titolo decennale: abbiamo anche visto nella sezione Controcorrente cosa significa in termini di rischio. L'inversione di tendenza ci sarà quando la ripresa europea prenderà slancio e fornirà alternative di investimento più remunerative o con rischi più ragionevoli .



Qui vediamo lo ETF con dividendi capitalizzati HY.MI, che ha come benchmark le obbligazioni corporate in euro liquide e non investment grade: gli High Yield . Anche qui moderata ripresa, dettata dalla ricerca di rendimenti più che dalla riduzione dei rischi.



Concludiamo con lo IEMB.MI, un ETF che replica la performance dei titoli di debito di Paesi emergenti, ad elevata liquidità .

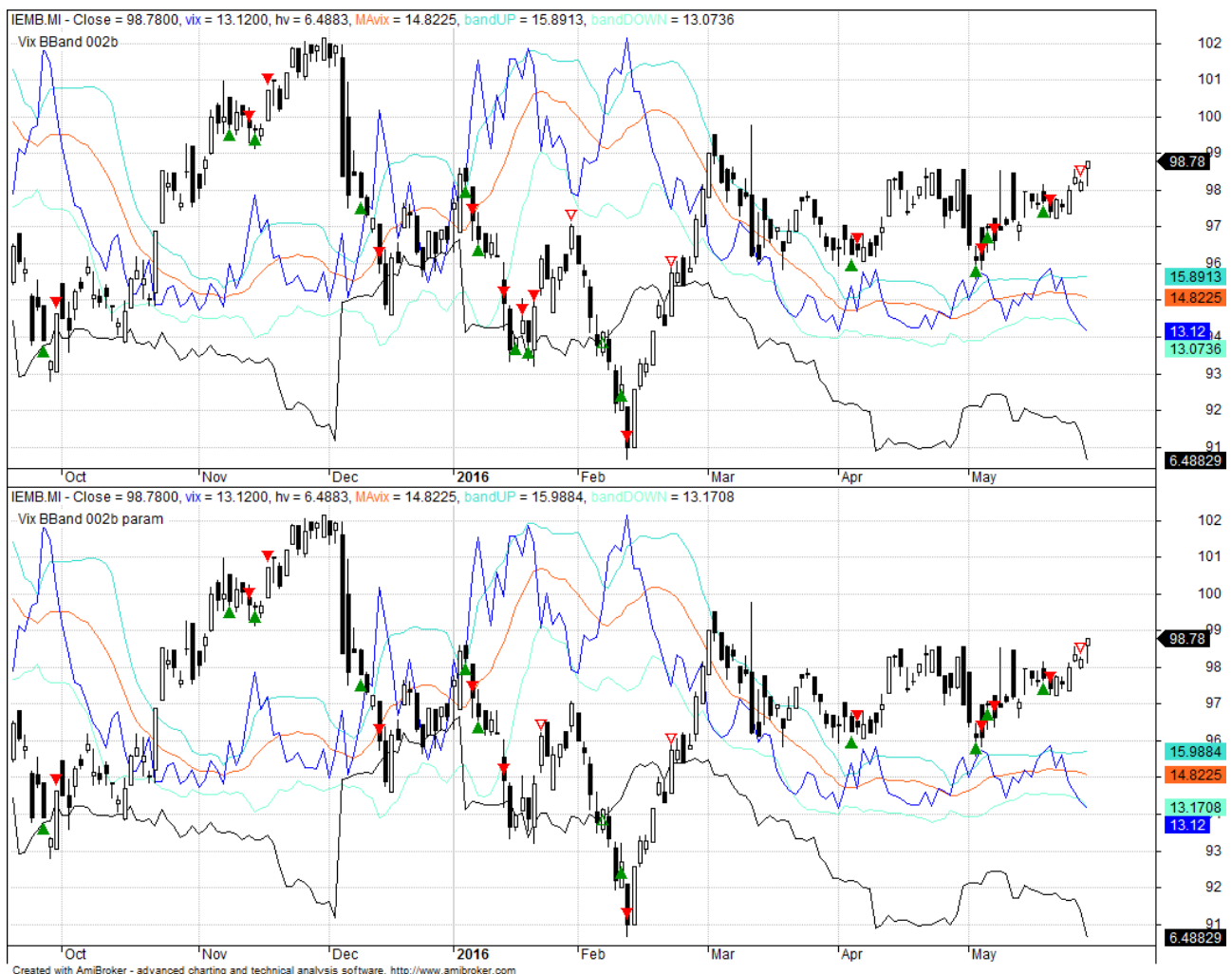
Una situazione negativa che si sta risolvendo lentamente, acquisti dettati più dalla pressante ricerca di rendimenti e dal momento risk-off che da un sostanziale cambiamento di scenario

Il Laboratorio

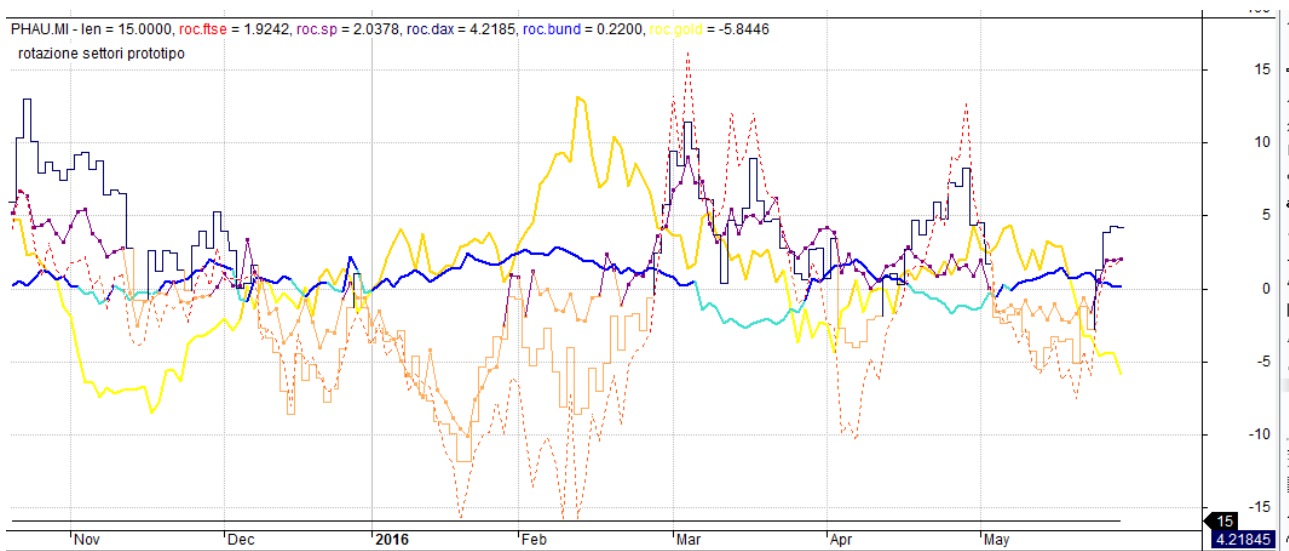
L'errore non è essere in errore, ma è restare in errore.
(Jesse Livermore)

WORK IN PROGRESS

Ancora un momento di pausa per i nostri studi sui Trading System di volatilità: torneranno utili, e magari anche tra non molto, e continuiamo a tenere operativi i sistemi che abbiamo visto negli scorsi numeri: il Connors con il Vix ha dato da poco un segnale, un trading positivo ma molto breve come durata e di piccolo importo. Nel laboratorio abbiamo un indicatore, Ipass, che segnala gli estremi dei prezzi con un metodo diverso da COdVO : e il TrSys su COdVO che resta in attesa di una spinta da parte del mercato a riprendere il lavoro: ma abbiamo visto nella sezione precedente come tutte le volatilità siano abbastanza compresse e il mercato offra per adesso poche opportunità. Insomma lavori ancora aperti che restano in attesa del tempo necessario alla fase di perfezionamento



Nel Blog abbiamo invece iniziato a guardare i due temi più interessanti di questo periodo: la rotazione settoriale e la TAA, Tactical Asset Allocation, cioè la rotazione tra asset class in modo da minimizzare i rischi. Questi sistemi sono complessi, perché richiedono una serie di analisi contemporanee: oltre al motore algoritmico, che in genere è piuttosto semplice ma che deve comunque essere studiato su misura per il Reward Risk desiderato, molta importanza hanno anche la scelta degli strumenti a cui appoggiarsi e le regole di Money management. L'idea di fondo è trovare degli strumenti che siano correlati negativamente e quindi ruotare gli investimenti su quelli che si dimostrano più attivi, uscendo da quelli che sono in perdita. Abbiamo già visto nel blog il nostro prototipo, che è un DSS Decision Support System : un robot che a colpo d'occhio permette un confronto tra i mercati che seguiamo, e che verrà di volta in volta modificato seguendo ciò che per noi è più interessante.



Un DSS, come lo intendiamo noi e come abbiamo descritto lo scorso anno nei vecchi numeri di TrendMercati, non fornisce indicazioni di acquisto/vendita ma permette all'investitore di rendersi rapidamente conto delle dinamiche del mercato: la stessa cosa di Eulero e COdVO, ma questi strumenti guardano un solo mercato e il Prototipo fa un confronto tra mercati diversi.

Come detto, il nostro maggior interesse ora sulla TAA: e ne stiamo studiando alcune applicazioni partiche. Un lavoro totalmente diverso da quello dei TrSys finora seguiti, che cercavano occasioni particolarmente profittevoli anche se relativamente rare e con trade molto brevi: qui si è sempre a mercato, ed il profitto si ricerca con la continua rotazione degli strumenti su cui investire.

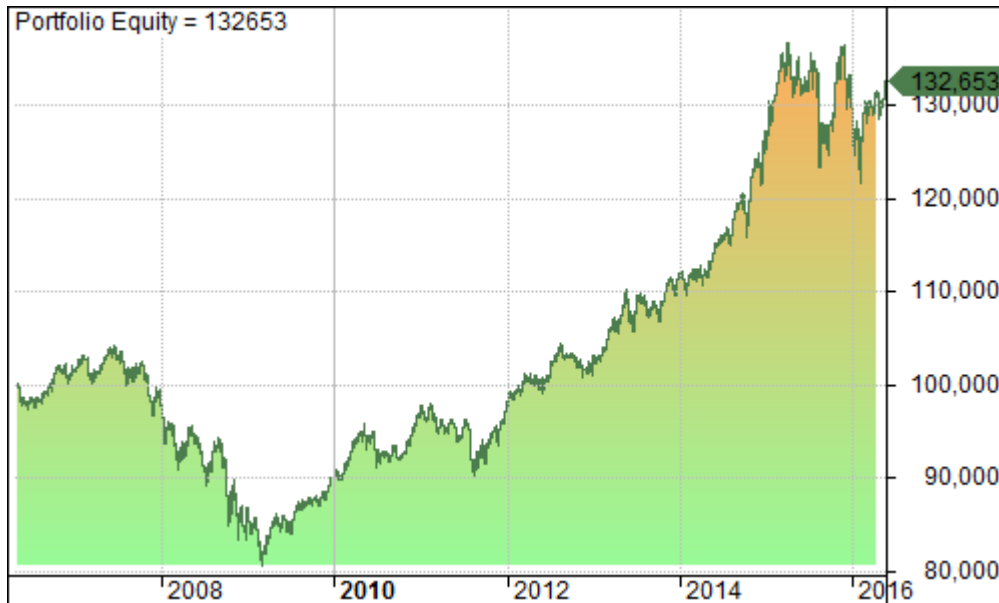
Vediamo un esempio standard, per avere un benchmark di confronto, due ETF

su equity e bond, per lo SP500 e Tbond10Y, equipesati e senza operazioni per 10 anni.

Statistics			
	All trades	Long trades	Short trades
Initial capital	100000.00	100000.00	100000.00
Ending capital	132653.44	132653.44	100000.00
Net Profit	32653.44	32653.44	0.00
Net Profit %	32.65%	32.65%	0.00%
Exposure %	41.32%	41.32%	0.00%
Net Risk Adjusted Return %	79.03%	79.03%	N/A
Annual Return %	2.84%	2.84%	0.00%
Risk Adjusted Return %	6.88%	6.88%	N/A
Total transaction costs	0.00	0.00	0.00
All trades	2	2 (100.00 %)	0 (0.00 %)
Avg. Profit/Loss	16326.72	16326.72	N/A
Avg. Profit/Loss %	72.00%	72.00%	N/A
Avg. Bars Held	2434.50	2434.50	N/A
Winners	2 (100.00 %)	2 (100.00 %)	0 (0.00 %)
Total Profit	32653.44	32653.44	0.00
Avg. Profit	16326.72	16326.72	N/A
Avg. Profit %	72.00%	72.00%	N/A
Avg. Bars Held	2434.50	2434.50	N/A
Max. Consecutive	2	2	0
Largest win	32545.47	32545.47	0.00
# bars in largest win	2556	2556	0
Losers	0 (0.00 %)	0 (0.00 %)	0 (0.00 %)
Total Loss	0.00	0.00	0.00
Avg. Loss	N/A	N/A	N/A
Avg. Loss %	N/A	N/A	N/A
Avg. Bars Held	N/A	N/A	N/A
Max. Consecutive	0	0	0
Largest loss	0.00	0.00	0.00
# bars in largest loss	0	0	0
Max. trade drawdown	-23693.68	-23693.68	0.00
Max. trade % drawdown	-53.30	-53.30	0.00
Max. system drawdown	-23647.20	-23647.20	0.00
Max. system % drawdown	-22.66%	-22.66%	0.00%
Recovery Factor	1.38	1.38	N/A
CAR/MaxDD	0.13	0.13	N/A
RAR/MaxDD	0.30	0.30	N/A
Profit Factor	N/A	N/A	N/A
Payoff Ratio	N/A	N/A	N/A
Standard Error	9073.68	9073.68	0.00
Risk-Reward Ratio	0.40	0.40	N/A
Ulcer Index	8.44	8.44	0.00
Ulcer Performance Index	-0.30	-0.30	N/A

Ovviamente una sola operazione, dato che manca il ribilanciamento periodico; un 2,84% di rendimento annuo con una perdita massima MDD del 23% e in

valore oltre 23mila euro. Il fatto di avere due asset class che sono parzialmente correlate crea una lista dei rendimenti meno aspra di quella dell'azionario, e più redditizia di quella delle sole obbligazioni: ma la volatilità del rendimento di portafoglio e la perdita degli anni 2008 e 2011 rende poco appetibile questa strategia.



Proviamo adesso una diversa impostazione: sempre ETF su equity (SP5600 e Tbond10Y) ma aggiungiamo altre due asset class difensive: perché il Tbond è spesso correlato positivamente al mercato azionario, e reagisce un po' lentamente agli shock negativi. Scegliamo l'Oro e, per gli ultimi anni, anche la Volatilità, entrambe correlate negativamente ai mercati azionari e quindi abbastanza utili al nostro scopo.

Scegliamo di mettere il 50% del valore nelle due asset class che abbiano il ROC di breve periodo migliore, con analisi settimanale per il ribilanciamento. Quindi, si selezionano tra le quattro possibilità quelle 'relative', cioè il ROC migliore degli altri e perciò non necessariamente positivo. Per ora, non abbiamo ancora messo filtri, né la possibilità di uscire dal mercato e investire solo in liquidità: sono sistemi multidimensionali, dove ogni parametro ha un suo effetto (ad esempio, la frequenza e la data del ribilanciamento ha un importante impatto sul rendimento).

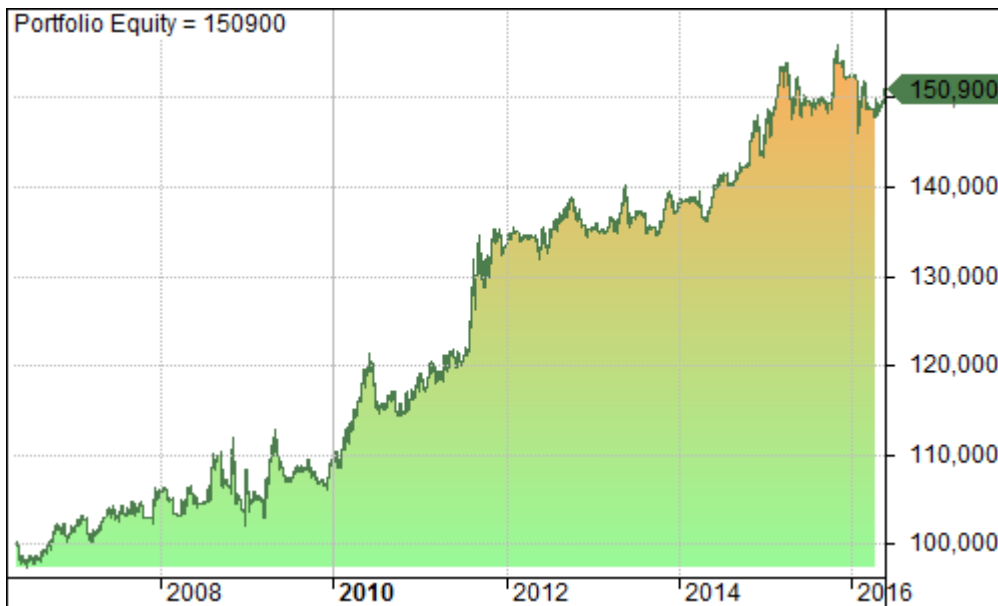
Qui il report:

Statistics			
	All trades	Long trades	Short trades
Initial capital	100000.00	100000.00	100000.00

Ending capital	150900.08	150900.08	100000.00
Net Profit	50900.08	50900.08	0.00
Net Profit %	50.90%	50.90%	0.00%
Exposure %	36.97%	36.97%	0.00%
Net Risk Adjusted Return %	137.68%	137.68%	N/A
Annual Return %	4.17%	4.17%	0.00%
Risk Adjusted Return %	11.27%	11.27%	N/A
Total transaction costs	0.00	0.00	0.00
<hr/>			
All trades	216	216 (100.00 %)	0 (0.00 %)
Avg. Profit/Loss	235.65	235.65	N/A
Avg. Profit/Loss %	0.57%	0.57%	N/A
Avg. Bars Held	21.51	21.51	N/A
<hr/>			
Winners	98 (45.37 %)	98 (45.37 %)	0 (0.00 %)
Total Profit	103843.71	103843.71	0.00
Avg. Profit	1059.63	1059.63	N/A
Avg. Profit %	3.64%	3.64%	N/A
Avg. Bars Held	29.16	29.16	N/A
Max. Consecutive	5	5	0
Largest win	11259.19	11259.19	0.00
# bars in largest win	50	50	0
<hr/>			
Losers	118 (54.63 %)	118 (54.63 %)	0 (0.00 %)
Total Loss	-52943.63	-52943.63	0.00
Avg. Loss	-448.67	-448.67	N/A
Avg. Loss %	-1.99%	-1.99%	N/A
Avg. Bars Held	15.16	15.16	N/A
Max. Consecutive	8	8	0
Largest loss	-5486.70	-5486.70	0.00
# bars in largest loss	6	6	0
<hr/>			
Max. trade drawdown	-7494.40	-7494.40	0.00
Max. trade % drawdown	-16.08	-16.08	0.00
Max. system drawdown	-9904.54	-9904.54	0.00
Max. system % drawdown	-8.84%	-8.84%	0.00%
Recovery Factor	5.14	5.14	N/A
CAR/MaxDD	0.47	0.47	N/A
RAR/MaxDD	1.28	1.28	N/A
Profit Factor	1.96	1.96	N/A
Payoff Ratio	2.36	2.36	N/A
Standard Error	3725.22	3725.22	0.00
Risk-Reward Ratio	1.58	1.58	N/A
Ulcer Index	2.64	2.64	0.00
Ulcer Performance Index	-0.47	-0.47	N/A

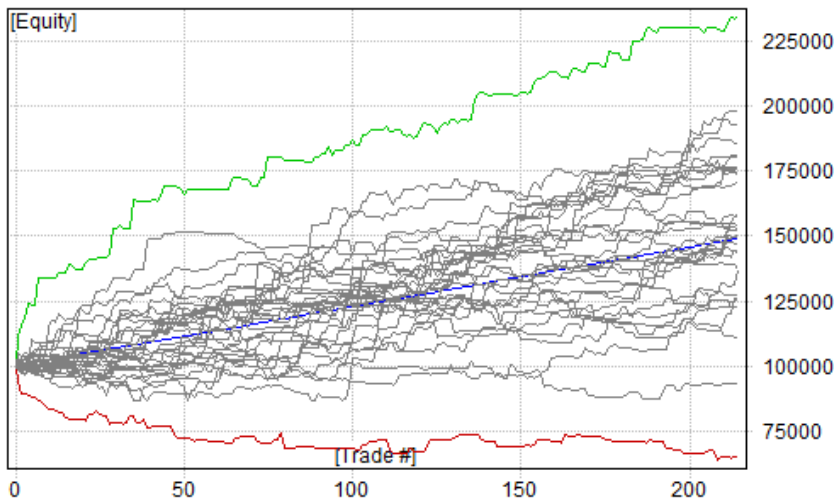
Rendimento medio annuo 4,17%, non eccezionale ma comunque già quasi accettabile; 216 operazioni in 10 anni, quindi una rotazione circa due volte al mese, un po' intensa ma dato che si deve operare solo in un giorno a settimana è ancora abbastanza gestibile, facendo però attenzione a commissioni e slippage. Circa il 50% delle operazioni in guadagno, quindi accettabile per metodo trendfollower, senza che ci sia eccessivo stress psicologico sull'investitore, anche perché le operazioni in perdita vengono

chiuse abbastanza rapidamente (ma qui pensiamo di trovare spazio per un miglioramento) . la parte che ovviamente preferiamo è la riduzione del MDD al 9% della equity e al 10.000€ circa: a titolo di paragone, l'ETF sul Tbond ha avuto nel periodo un VAR massimo dell' 8,7% con holding period di 10 giorni, e come MDD abbiamo il 18% tra il 2012 ed il 2014, anche se si deve tener conto delle cedole staccate nel periodo: e solo prima del 2008 lo yield del Tnote era superiore al 4%

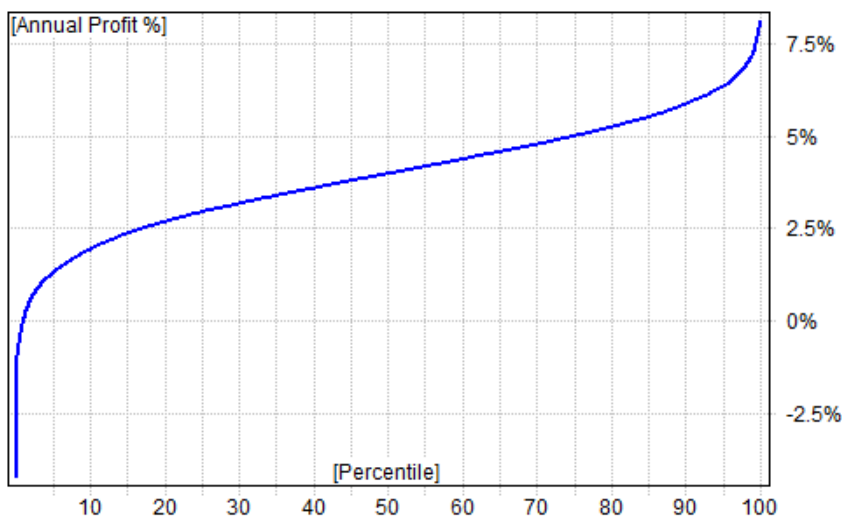


La curva della equity è abbastanza buona, anche se nel 2015 non ha portato guadagni (ma nemmeno perdite, dato che ha seguito il rally del primo semestre 2015 senza poi cedere i guadagni, ed ha cavalcato la ripresa di fine 2015 restituendo però al mercato i profitti, senza però scivolare troppo). Migliora anche la deviazione standard, ancora troppo alta ma tre volte meglio del benchmark scelto.

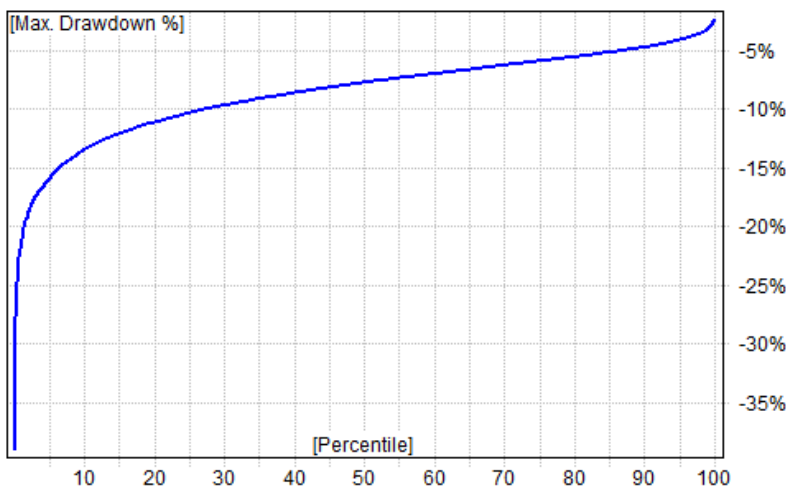
L'analisi Montecarlo conforta i risultati del prototipo: una linea media positiva, un caso peggiore con una perdita di 25.000€ e il caso migliore con un guadagno di 125.000€ in dieci anni, un impossibile ma graditissimo rendimento sopra il 7% (i dati sono di interesse composto)



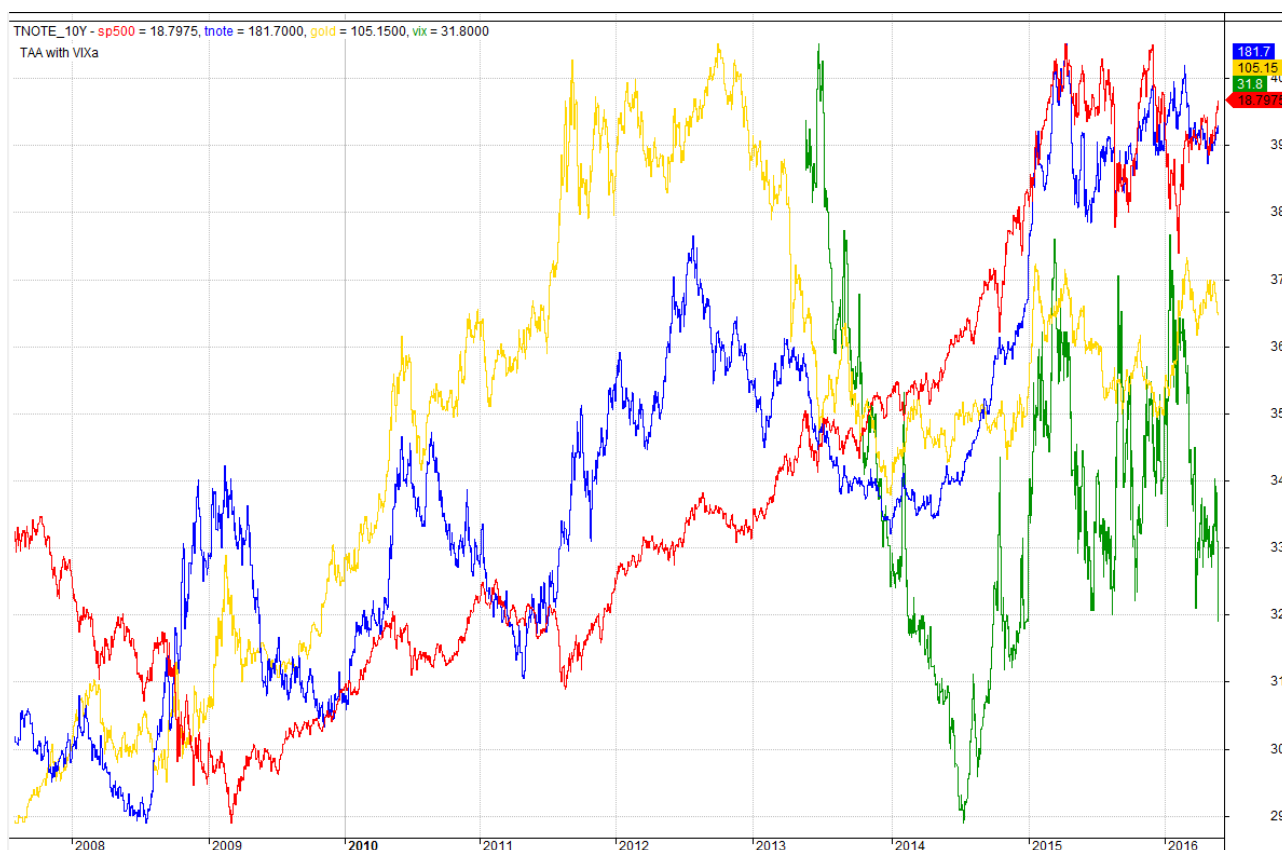
Ecco la curva probabilistica dei profitti: rendimenti sopra il 2,5% nell'85% dei casi, probabilità di nessun guadagno intorno al 2% , 20% di probabilità di guadagni sopra il 5% .



Sul MDD abbiamo dati interessanti, il 70% circa che sia inferiore al 10% e un 10% che sia inferiore al 5%; le probabilità che sia superiore al 20% dell'equity son del 3% circa



Una occhiata ai grafici dei tre ETF ci mostra abbastanza bene correlazioni positive e negative delle componenti, di fatto il motore del sistema: infatti una delle ragioni della scarsa performance in alcuni periodi è nella variazione di questa correlazione, un altro aspetto che pensiamo di analizzare più a fondo per migliorare il sistema



Un altro nostro work in progress: pensiamo di sviluppare l'analisi anche sul nostro Blog <https://trendmercati.wordpress.com>, e quando sarà più stabilizzato ne pubblicheremo il codice.
A presto !